

# La economía de los Estados Unidos en transición: una visión desde Argentina<sup>1</sup>

*HÉCTOR J. RUBINI*  
*Universidad del Salvador*

## Resumen

Este breve ensayo presenta una descripción de la "Reaganomics" de los años '80 y la política económica de George W. Bush en la presente década, destacando dos aspectos comunes: falta de disciplina fiscal y una desregulación financiera irresponsable. En el caso de la presente crisis "subprime" se observa que su origen se encuentra en las reformas legales aprobadas en el Congreso de los Estados Unidos en los '90, bajo la presidencia de Bill Clinton. Este documento ofrece además, una descripción de los múltiples y entrelazados canales de transmisión de la crisis actual. Finalmente, resume algunos de los principales desafíos que enfrentan el gobierno de los Estados Unidos y los demás miembros del "Grupo de los 20" en el escenario actual.

**Palabras clave:** Saving and loans, Ley Glass-Steagall, hipotecas "subprime", aseguradoras "monoline".

## Abstract

This brief essay provides a description of the 1980s "Reaganomics" and George W. Bush's economic policy in the 2000s, highlighting two

<sup>1</sup> Versiones anteriores de este artículo fueron publicados como Estudios Especiales N° 1 del Instituto de Investigaciones Económicas de la USAL en marzo 2009 y en "Actualidad Económica" (Universidad Nacional de Córdoba); Año XIX, N° 68, Mayo-Agosto 2009. El autor agradece los oportunos comentarios y sugerencias de Gustavo Martín, Juan Miguel Massot y Jorge Viñas. Todo error y/u omisión subyacente es de exclusiva responsabilidad del autor.

common features: lack of fiscal discipline, and an irresponsible financial deregulation. In the case of current "subprime" crisis, it is observed that its origin is in the legal reforms passed by the U.S. Congress in the 1990s, under Bill Clinton administration. This working paper provides a description of the multiple and intertwined transmission channels of the current crisis. Finally it summarizes some of the main challenges that US Government and all other G-20 members are facing at present times.

**Keywords:** Saving and loans; Glass-Steagall Act; subprime mortgages; "monoline" insurance companies

**Clasificación JEL:** E5, G1, G2

## 1. Introducción

La elección de Barack Obama como Presidente de los Estados Unidos ha sido generalmente percibida como el potencial inicio de una etapa diferente (aunque incierta) para la vida económica y política de ese país y también para el resto del mundo. La opinión mayoritaria, tanto en ámbitos académicos como de decisión política tiende a aceptar que el devenir histórico del siglo XX llegó a su fin con el atentado del 11 de septiembre de 2001 contra las Torres del World Trade Center ***Nada volvió a ser lo mismo a partir de entonces.*** Las políticas de seguridad interior bajo la forma de controles a inmigrantes y pasajeros de vehículos provenientes del exterior se generalizó primero en Estados Unidos, y después de atentados terroristas en Londres y Madrid, en casi todo el resto del mundo. Adicionalmente se ha observado desde entonces una exacerbación de rivalidades y recelos por cuestiones étnicas y religiosas que *parecían* haber quedado en el olvido.

Frente a esta realidad, este trabajo trata de proveer un diagnóstico de la actual situación. El objetivo es el de suministrar una visión más comprehensiva que la información descriptiva que ha llevado a no po-

cas interpretaciones superficiales y hasta triviales respecto de la naturaleza de la presente crisis.

En ese contexto, el cambio en el escenario mundial y en las prioridades de política exterior de la Casa Blanca, afectaron la economía de los Estados Unidos y del mundo. Una consecuencia directa ha sido el aumento del precio del petróleo y sus derivados, que ha tenido un impacto directo sobre los costos y precios de la economía estadounidense, y consecuentemente sobre la competitividad de los bienes "made in U.S.A.". Ante la inevitable inflación por empuje de costos el gobierno de los Estados Unidos optó por mantener una dinámica de crecimiento y bienestar sostenido por la expansión del gasto público (fundamentalmente militar). La expansión del crédito interno y externo a tasas de interés más bajas exacerbó en Estados Unidos la tendencia hacia un creciente gasto público y privado por sobre las posibilidades de financiarlo genuinamente con los ingresos provenientes de la venta efectiva de bienes y servicios. Esa expansión monetaria atada al crecimiento de la demanda agregada fue acompañada por una desregulación del sistema financiero que favoreció la expansión del crédito hasta magnitudes superiores a cualquier límite recomendable según los principios de "prudencia" que funcionarios de Washington han propugnado en América Latina y Europa del Este desde hace casi 20 años atrás.

**La debilidad de esta dinámica se evidenció con la insolvencia de algunos bancos en el año 2007**, pero ya desde inicios de 2006 se percibía que varios grandes bancos de inversión y holdings financieros tenían una alta exposición a operaciones que ponían en riesgo no sólo su liquidez, sino también su solvencia intertemporal. El riesgo sistémico no se percibió sino hacia 2007-2008 en que era muy llamativa la dinámica alcista tanto de los precios de los commodities, como de los bienes raíces en Estados Unidos. En ambos casos la masa de dinero involucrada provenía fundamentalmente de préstamos, lo cual fue favorecido por la política de la Reserva Federal de preservar tasas de interés más bien bajas. Consecuentemente, los bancos comerciales alentaron la captación de potenciales deudores de dudosa capacidad de repago, y la operatoria se multiplicó hasta niveles todavía no totalmente cuantifica-

dos. Los bancos de inversión, a su vez, invirtieron cada vez más fondos de sus clientes en productos derivados altamente riesgosos, atrayendo a más apostadores a la suba o baja de esos contratos y de sus activos subyacentes. Los mercados de commodities agrícolas, metales, petróleo, experimentaron en los tres últimos años una serie de subas jamás vista, ante el aumento en la operatoria en los mercados de futuros gracias a fondos provenientes de fondos de inversión privados y soberanos.

Luego del verano boreal de 2007, la acumulación de casos de insolvencia de familias y del cierre de pequeñas entidades anticipaba que la situación de grandes bancos estadounidenses y europeos era insostenible. La rápida acumulación de quebrantos por el otorgamiento de préstamos hipotecarios de a deudores con baja capacidad de repago ("*sub-prime*") afectó a toda la red de títulos garantizados por esas garantías (calificados vulgarmente como "tóxicos"), y precipitando una huida en los mercados de capitales que se agudizó en septiembre pasado. Simultáneamente, también se observó que no pocas familias enfrentaron el embargo y desalojo de sus viviendas por falta de capacidad de pago. Ciertamente, esto se fue reflejando en la cotización de mercado de los títulos garantizados por préstamos hipotecarios, debilitándose así la posición financiera neta de los mayores bancos de inversión.

Todo cambió a partir del pánico bursátil desatado en septiembre de 2008 por la decisión del Tesoro de dejar caer al banco Lehman Brothers, y ante la evidencia de que la mayor aseguradora del mundo, AIG, requería el auxilio del gobierno de EE.UU. para evitar su bancarrota. La contracción del crédito aceleró una dinámica inversa de contracción de liquidez que ha restado acceso al crédito para sostener el capital de giro para el normal desenvolvimiento del comercio interno e internacional. La incertidumbre del mercado de capitales se tradujo en contracción del consumo y de la inversión en todos los países desarrollados, precipitando una caída de la actividad económica y del empleo en todo el mundo. No por nada, la discusión de no pocos economistas en todo el mundo es si estamos o no en presencia la primera Gran Depresión Mundial del siglo XXI.

---

Este trabajo presenta el actual escenario bajo una perspectiva crítica con las siguientes ideas fuerza:

- 1º) la actual crisis no es un caso "novedoso" ni infrecuente,
- 2º) los determinantes macroeconómicos fundamentales han sido una desregulación financiera casi irrestricta y una política fiscal expansiva,
- 3º) la supervisión prudencial poco rigurosa de los bancos comerciales, e inexistente en el caso de los bancos de inversión,

Como el antecedente más cercano de esta crisis ha sido la caída de las sociedades de ahorro y préstamos hipotecarios de los '80, el trabajo presenta las características fundamentales de la política económica de Ronald Reagan en esa década. Los paralelos con la gestión de George W. Bush son inevitables de modo que luego se presentan los determinantes macroeconómicos de la crisis actual. Luego de un diagnóstico breve de los hechos acaecidos en los últimos 6 meses, el trabajo se completa con un diagnóstico de los problemas que ha enfrentado Barack Obama en sus primeras semanas de gestión, y los desafíos que le esperan.

## **2. La "*Reaganomics*"**

### **2.a. Las intenciones de los Republicanos**

Cuando el ex actor de cine Ronald Reagan, candidato del Partido Republicano, ganó las elecciones de noviembre de 1980, los tres problemas fundamentales que enfrentaba Estados Unidos eran: a) la guerra fría con la Unión Soviética, b) la doble crisis de Medio Oriente: el frágil proceso de paz iniciado por Israel y Egipto a partir de los acuerdos de Camp David, y los rehenes estadounidenses retenidos por el régimen del Ayatollah Khomeini en Teherán, y c) la combinación de declinante crecimiento económico, asociado por los Republicanos a elevada presión tributaria, y de inflación, asociada entonces al impacto del salto

del precio del petróleo y a la política monetaria expansiva de la Reserva Federal asociada al financiamiento del gasto público.

En las elecciones de 1980 el triunfo republicano se logró en gran medida a la persistencia en la campaña de prensa *basada en críticas a la política exterior de Carter: la defensa de los derechos humanos en otros países, el tratado por el cual se devolvió a Panamá la soberanía sobre el canal, y las negociaciones con la Unión Soviética para un tratado de limitación en el desarrollo de armas estratégicas intercontinentales*. Además de esto, arreciaban las críticas a la política fiscal y monetaria de esos años, que según los Republicanos estaba dejando al país en la estanflación, y a cierta falta de decisión de la administración Carter en reducir el peso del Estado en la economía.

El discurso de los republicanos, inspirado en el equipo liderado por Arthur Laffer apuntaba a cuatro objetivos fundamentales: 1) política monetaria contractiva, para combatir la inflación, 2) reducir la acción del gobierno en la economía, vía desregulaciones y privatizaciones, 3) reducir fuertemente el crecimiento del gasto público, y 4) reducir las tasas marginales de los impuestos sobre el trabajo y el capital.

El partido Republicano triunfó en las elecciones 1980 y logró el control de las dos cámaras del Congreso, iniciando una etapa que los politólogos dieron en llamar nueva "ola conservadora", y los economistas conocemos directamente como "*Reaganomics*". La administración Reagan reactivó el complejo militar-industrial, con fuerte énfasis en acelerar la carrera armamentista para derrotar militarmente al bloque soviético. Además, intervino en los asuntos internos de otros estados del continente americano, tanto de forma indirecta (apoyo a regímenes oligárquicos de El Salvador y Honduras, ayuda a la guerrilla contrarrevolucionaria antisandinista en Nicaragua<sup>2</sup>, apoyo a Gran Bretaña en la guerra de Malvinas contra la Argentina) como directa (invasión de la isla de Granada en 1983, y el intento de bloqueo a Panamá).

Todo esto requirió más gasto público, *en contradicción con la propuesta económica de la campaña electoral y con la decidida actitud de*

<sup>2</sup> Las ventas secretas de armas a Irán y el uso de ese dinero para ayudar a los "contra" antisandinistas de Nicaragua (el llamado "Irangate") dejaron a Reagan en medio del peor escándalo político desde el caso Watergate de la década anterior.

*luchar contra la inflación confiando exclusivamente en la contracción de la oferta de dinero.* Ya en 1981 la fuerte contracción monetaria instrumentada por el titular de la Reserva Federal, Paul Volcker, llevó la tasa de Fondos Federales<sup>3</sup> a 19,1% anual en 1981. Ciertamente los efectos recesivos fueron tan fuertes, que tornaron inevitable diagnosticar la situación como de aguda estanflación, y en menos de dos años el desempleo de la mano de obra llegó nada menos que al 10,7%.

Según Arthur Laffer, la recaudación tributaria debía aumentar *sustancialmente* vía reducción de alícuotas al impuesto a la renta, pero ello no ocurrió. La política tributaria debió revisarse, pero igualmente los Republicanos insistieron en esos años con la llamada *"trickle-down economics"*: una reforma basada en reducir la carga tributaria a los sectores de más altos ingresos, lo cual no terminó de convencer ni a los miembros del propio partido. De hecho George H.W. Bush, desde antes de las elecciones de 1980, calificaba las propuestas de Laffer como *"voodoo economics"*, pero el Partido apoyó las iniciativas de Reagan y de sus asesores económicos. Este tipo de desacuerdos entre políticos republicanos también se reprodujo en su comportamiento como partido. En 1981 impulsaron la aprobación de la *Economic Recovery Tax Act* que fue la mayor baja de impuestos aprobada desde 1968 hasta el actual paquete de Obama, pero apenas un año después, en 1982, aprobaron la *Tax Equity and Fiscal Responsibility Act* que fue el mayor *aumento* de impuestos (en dólares constantes) registrado desde 1968 hasta el presente.<sup>4</sup>

En materia de regulaciones, *la política de los Republicanos no fue tan a fondo con las reformas pro-mercado.* Mirando hacia atrás, es claro que los mayores esfuerzos en materia desregulatoria han correspondido a la tarea de los equipos más liberales del partido Demócrata *du-*

<sup>3</sup> Tasa a 24 hs. para operaciones entre bancos de inversión de primera línea con el Banco Federal de Nueva York. Son las tasas mínimas de referencia para endeudamiento de entidades financieras para cubrir faltantes de efectivo a efectos de constituir encajes legales, o para cancelar pasivos con otras entidades. Dado el arbitraje con operaciones a más largo plazo y con otros títulos, sus cambios influyen, en general sobre los niveles de las tasas nominales de interés de depósitos y préstamos, y sobre los rendimientos de todos los demás activos financieros.

<sup>4</sup> Ver Tempalski (2006).



*rante el mandato de James Carter.* Efectivamente, fue durante el gobierno de los Demócratas que se concretó la desregulación del transporte de cargas y del negocio aeronáutico, y se había iniciado la desregulación de los mercados financiero, de telecomunicaciones, gas natural, y servicios ferroviarios)<sup>5</sup>. Ciertamente a ello contribuyó la caída económica de 1982 que puso en riesgo su reelección y forzó a un acuerdo con los demócratas para una reforma tributaria en 1986. Sin embargo, los resultados contradicen la vulgar (y todavía generalizada) asociación de la llamada *Reaganomics* en los hechos, con su prédica habitualmente asociada a la gestión de Margaret Thatcher en el Reino Unido casi en simultáneo, y a la aplicación del Washington Consensus en la década siguiente, en América Latina y en Europa del Este. Los beneficios que la baja de impuestos y la *relativamente* menos rígida política de la Reserva Federal, se pudieron disfrutar recién hacia la segunda mitad de los años 80, con una inflación inferior al 4% anual. Esto al menos se explica por la política monetaria restrictiva, de la Reserva Federal bajo el mandato de Paul Volcker y continuada por su sucesor, *Alan Greenspan*.

## 2.b La macroeconomía de la "*Reaganomics*"

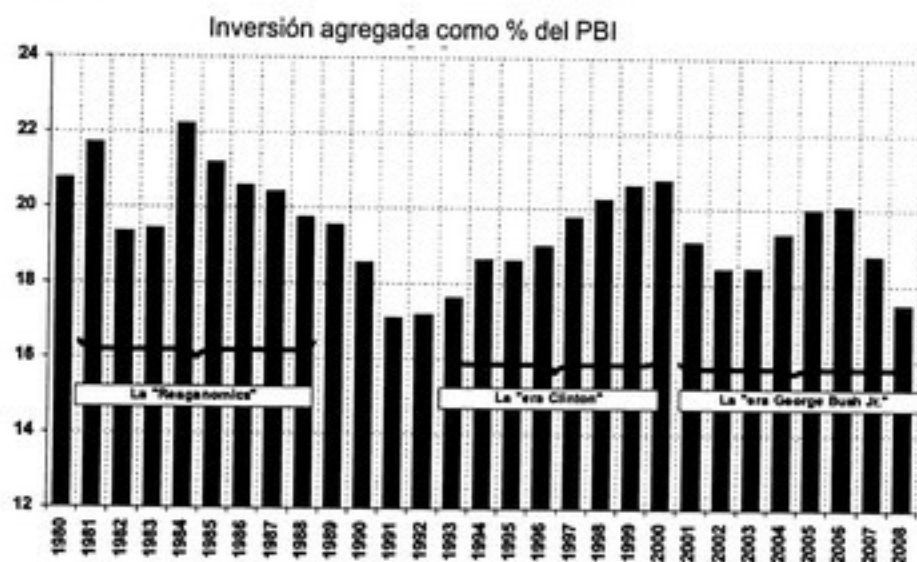
El supuesto subyacente era que la inflación era posible de ser combatida con una menor participación del Estado en la economía, menor gasto público y menor financiamiento de ese gasto vía emisión monetaria. El círculo virtuoso se debía completar vía liberación de liquidez a oportunidades rentables del sector privado. Sin embargo, la volatilidad y suba de las tasas de interés afectó a los sectores de ingresos medios y bajos, no beneficiados por las bajas de impuestos. La demanda agregada se mantuvo contenida, y la inversión agregada, no tendió a bajar, en términos de PBI gracias a la inversión pública y a los subsidios para el

<sup>5</sup> Según Joskow y Noll (1994): "Many of the changes in economic regulation were launched prior to the Reagan administration...many of the most significant changes in economic regulation began during the Carter administration and were initiated by liberal Democrats appointed by Carter to economic regulatory agencies. Moreover, Carter's principal rival for the presidency within the Democratic party was Senator Edward Kennedy of Massachusetts, whose advocacy of airline deregulation in the mid-1970s is regarded as an important milestone in achieving reforms in economic regulation".



llamado "complejo industrial-militar". Sin embargo, la tendencia ascendente de la inversión agregada como porcentaje del PBI recién se mantuvo casi sin interrupciones durante las dos presidencias de William ("Bill") Clinton, mostrando una tendencia descendente durante las presidencias de George W. Bush, especialmente entre 2006 y 2008.

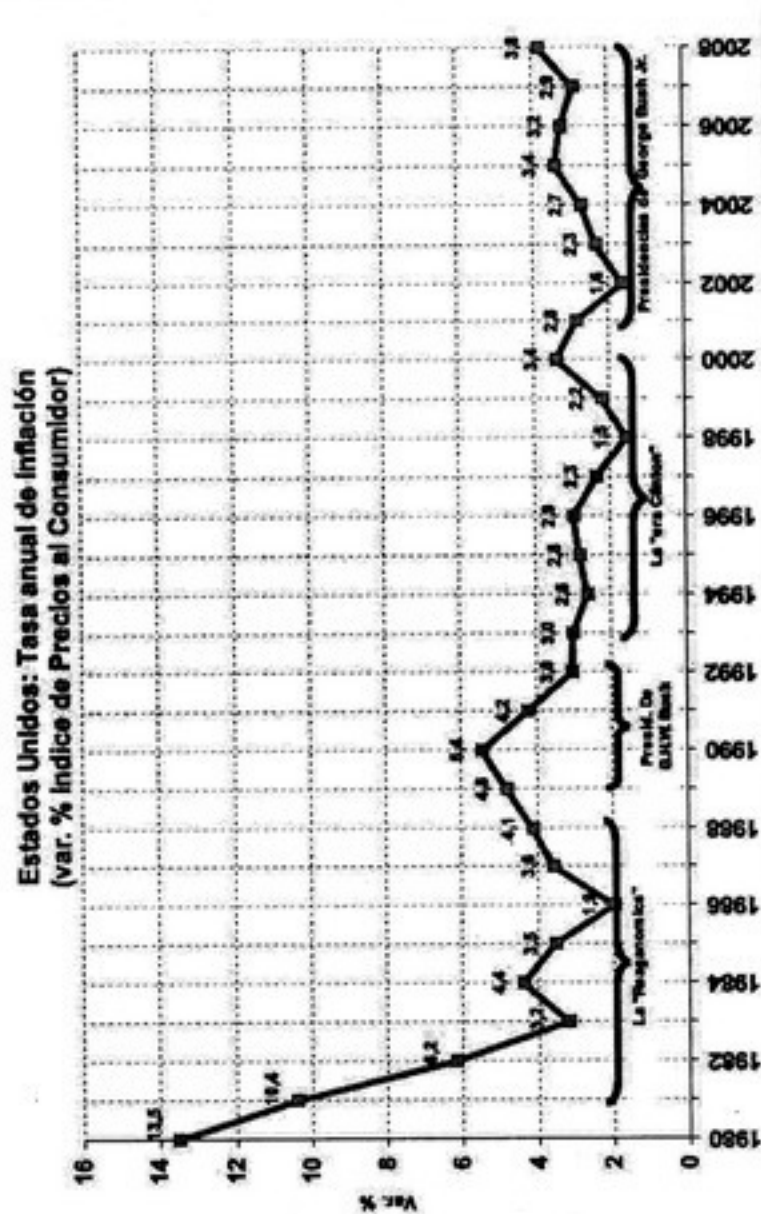
Gráfico 1



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Bureau of Economic Census.

Los datos muestran que la administración Reagan logró un fuerte descenso de la inflación en 1982 y 1983, lo que se reflejó en una posterior baja de tasas de interés, lo que explica la recuperación transitoria de la demanda agregada, coadyuvando al clima favorable para la reelección de Reagan en los comicios de noviembre de 1984.

Gráfico 2



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

### 2.c. El gasto militar

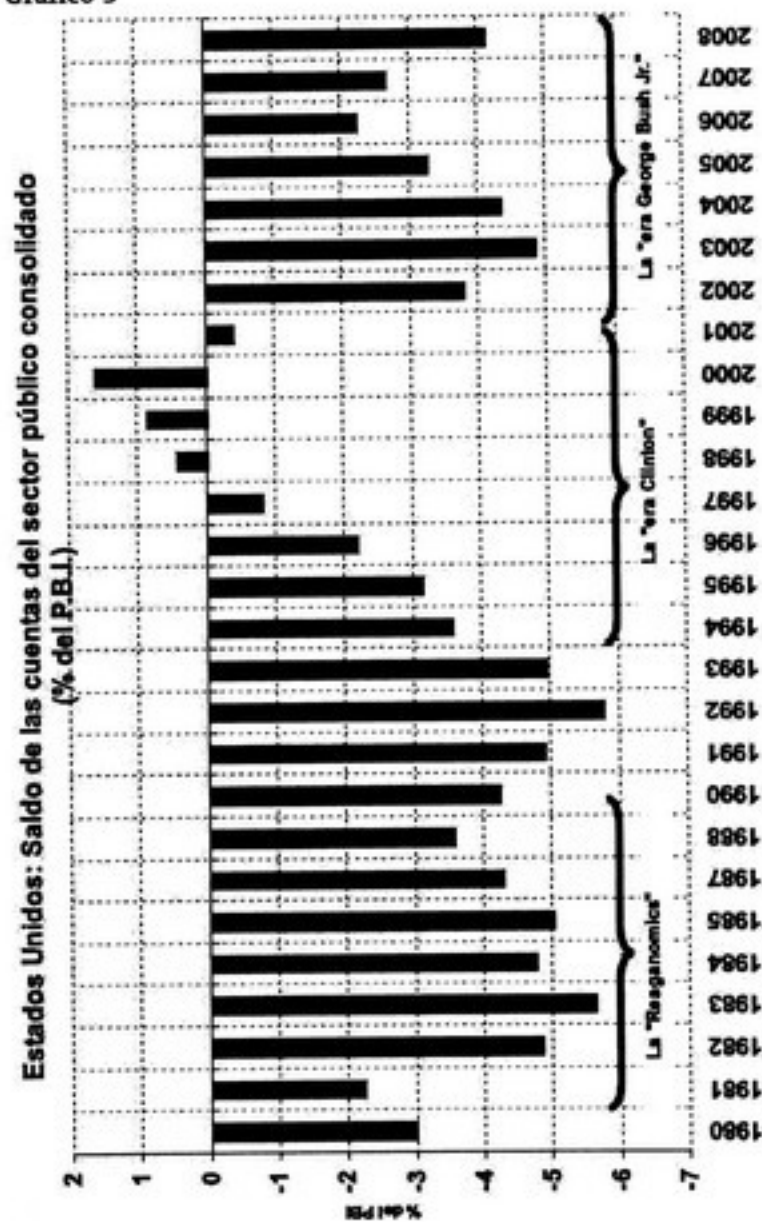
En el segundo mandato de Reagan se observó un fuerte empeoramiento de las cuentas fiscales, fundamentalmente por el aumento del gasto militar, a partir de la aprobación de la Iniciativa de Defensa Estratégica focalizada en los más avanzados desarrollos tecnológicos para proteger al país de ataques con misiles intercontinentales.

Esa iniciativa, vulgarmente conocida como el proyecto de la "Guerra de las Galaxias", fue anunciada en marzo de 1983 por Ronald Reagan, e instrumentada a partir de 1984. Se trata del desarrollo un "escudo" antimisilístico operativo tanto dentro como fuera de la atmósfera terrestre. Su rápida concreción, completada durante la presidencia de George W. H. Bush convenció a la Unión Soviética de la inutilidad de dedicar recursos de una economía maltrecha a una carrera tecnológico-militar perdida.

Esto aceleró las reformas en la ex Unión Soviética, su desmembramiento, la caída de los gobiernos bajo la influencia de Moscú y la apertura al mundo capitalista en la casi totalidad de los regímenes socialistas del mundo (las excepciones, hasta el presente siguen siendo Cuba, Corea del Norte, Moldova y en gran medida, el régimen de Belarus). Igualmente el proyecto se ha desarrollado de manera completa.

La incidencia del gasto militar es evidente en las últimas tres décadas. Puede observarse que con la excepción de 2007 y 2008, el incremento del gasto militar ha sido uno de los principales determinantes del empeoramiento de las cuentas fiscales posteriores durante las gestiones de los presidentes Republicanos posteriores a Reagan: 1990-91 (mayor gasto militar para la invasión a Irak bajo la presidencia de George H. W. Bush) y 2002-2003 (mayor gasto militar para los ataques a Afganistán e Irak, bajo el mandato de uno de sus hijos, George W. Bush).

Gráfico 3

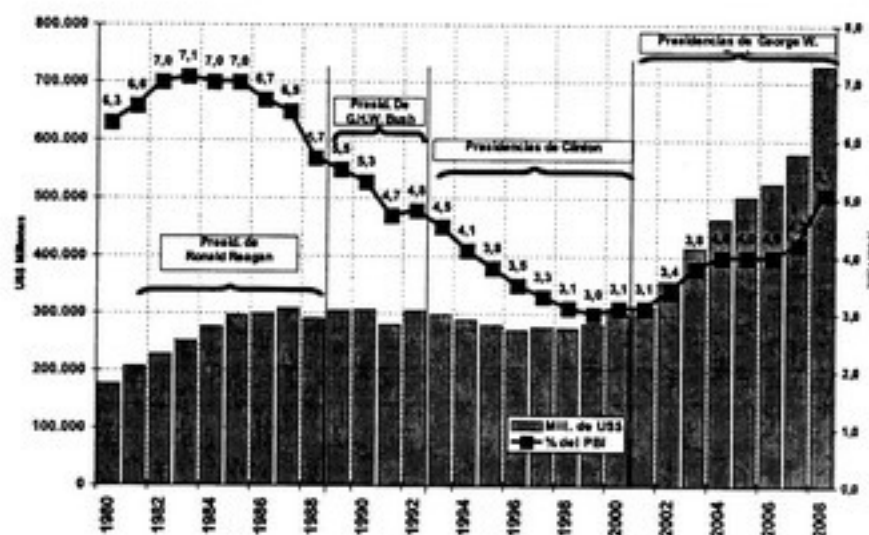


Fuente: elaboración propia en base a datos del Departamento del Tesoro de los EE.UU...

La correlación no es perfecta, pero es claro que el empeoramiento del saldo de las cuentas fiscales guarda una asociación directa con el aumento del gasto militar, tanto en términos absolutos como en relación con el PBI. Los datos del Departamento de Defensa muestran permitieron elaborar el siguiente gráfico:

Gráfico 4

Gasto militar anual de los Estados Unidos (en millones de US\$ corrientes y en % del PBI)



### 3. Actividad y empleo: de Reagan a George W. Bush

Si bien es cierto que el PBI comenzó a resucitar a partir del segundo mandato de Reagan, la evidencia del Cuadro 1 muestra que después del periodo 1973 el mayor crecimiento anual promedio del PBI real se observó durante los gobiernos de *William ("Bill") Clinton*. Por el contrario, si se deja de lado el periodo 1945-52, afectado por la caída del PBI en 1946, y el periodo 1974-76 afectado por el shock petrolero, el *peor* desempeño anual promedio de la economía real se registró durante las

presidencias de **Ronald Reagan**, fundamentalmente la primera. Desde 1946 hasta el año 2008 inclusive, el *único* año en que el PBI (medido en base 2000 según índices encadenados) registró una caída superior al 1% fue 1981(-1,94%).

**Cuadro 1: Crecimiento del PBI real de los Estados Unidos**  
(PBI en dólares constantes según índices encadenados Base 2000)

Período	Var. PBI %		Caracterización del período
	Acumulada	Prom. Anual	
1930-33	-26,5%	-7,3%	Gran Depresión
1939-44	105,4%	12,8%	2ª Guerra Mundial
1945-52	10,1%	1,4%	Post-guerra
1953-60	25,8%	3,0%	Inicio Guerra Fría
1961-73	73,5%	4,3%	Fin de Bretton Woods + Watergate
1974-76	4,6%	1,5%	Presid. de Ford + Shock del petróleo
1977-80	13,7%	3,3%	Presidencia de Carter
1981-88	30,6%	3,4%	Presidencias de Reagan
1989-92	8,8%	2,1%	Presidencia de G.H.W. Bush
1993-00	33,8%	3,7%	Presidencias de Clinton
2001-08	18,6%	2,2%	Presidencias de George W. Bush

Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Alternativamente, en los datos del National Bureau of Economic Research (NBER), se puede encontrar que las recesiones más duraderas después de la Gran Depresión han sido de 16 meses, y correspondieron a los periodos noviembre 1973-marzo 1975, y julio 1981-noviembre 1982. A su vez, la más extensa expansión del PBI estadounidense en toda la serie histórica de NBER (que comienza en 1854) correspondió al periodo marzo de 1991 a marzo de 2001: 73 meses desde la segunda mitad de la presidencia de George H.W. Bush, hasta el primer trimestre de la gestión de George W. Bush.

Según el NBER, la actividad económica se "amesetó" entre agosto de 2007 y junio de 2008, de modo que la "inflexión" detectada a partir de

diciembre de 2007 no indicaba un sustancial cambio cíclico<sup>6</sup>. El mismo se hizo evidente a partir del tercer trimestre de 2008, y especialmente en su último mes, septiembre.

Es verdad que entre 2001 y 2008 (las dos presidencias de George W. Bush), el crecimiento acumulado de los Estados Unidos ha sido de 18,6%, superando al logrado en ese mismo período por Francia (14%), Japón (13%), Alemania (8%) o Italia (8%). Pero también es verdad que si se compara 2000 con 1992 (las dos presidencias de Clinton), el crecimiento acumulado del PBI real de los EE. UU. fue notablemente superior: nada menos que del 33,8%.

En gran medida el cambio que significó la gestión Clinton vino acompañada por los incrementos en productividad gracias a la revolución tecnológica que significó la computarización de los procesos productivos en todas las ramas de actividad sin excepción. Un incentivo vino dado por ciertos incrementos menores en los impuestos y la baja en el gasto militar, gracias al fin de la Guerra Fría, victoria estratégica cuyo mérito corresponde, sin discusión, Ronald Reagan. Esto permitió iniciar una reducción del déficit, al mismo tiempo que Greenspan empezó a relajar la política monetaria prestando más atención a los niveles de capacidad instalada no utilizada, y a la tasas de desempleo. En ese sentido, el gobierno de Clinton inició la reducción del déficit fiscal en el segundo año de gobierno con una política que resultó más efectiva para recuperar la demanda agregada, la inversión y el empleo. Por otro lado, el gasto militar en Medio Oriente se vio reducido, luego de los desembolsos y despliegue en Irak y Kuwait a cargo de su antecesor, el Republicano George H. W. Bush.

Esta dinámica se revirtió parcialmente durante el primer mandato de George W. Bush. Agotada la ola de shocks tecnológicos positivos de la década anterior, enfrenta un escenario diferente con el cambio del escenario estratégico mundial luego del atentado del 11 de septiembre y la decisión de China de integrarse al comercio mundial de bienes, servicios y activos financieros. Nuevamente, al igual que con la *Reaganomics*, los Estados Unidos inician un período donde el gasto militar, la expansión fiscal vía baja de impuestos y una política monetaria más bien expansi-

6 Ver [www.nber.org](http://www.nber.org)



va, reflejan en los hechos, la sustitución de la meta "estabilidad económica", por el objetivo "seguridad nacional". Al igual que a principios de los '80, la conflictividad en un área crítica para la oferta y abastecimiento de petróleo para gran parte del mundo repercutió en sus precios, y posteriormente en los de los demás commodities. A diferencia de los '90, por consiguiente, es probable que resulte altamente discutible calificar a la presente década como de una "Gran Moderación" en materia de inflación y gasto público.

La inflación de costos significó una pérdida de competitividad que frenó la colocación de productos estadounidenses en el exterior ante el avance en los mercados mundiales de los productos fabricados en países asiáticos, y que además aceleró la relocalización de plantas fabriles de Estados Unidos, y también de Europa. En consecuencia, la tasa de desempleo de mano de obra aumentó entre 2001 y 2003 del 4,7% al 6% . Luego, gracias a la expansión fiscal y monetaria, se pudo sostener la actividad y el empleo, de modo que la tasa de desempleo descendió al 4,6% entre 2006 y 2007. Sin embargo, la caída de los mercados financieros en el segundo semestre de 2008 se tradujo en un nuevo aumento de la suspensión y despido de trabajadores, de modo que el año 2008 la tasa de desempleo promedio anual fue del 5,6%. Como muestra el siguiente gráfico, dicha tasa se ha acercado a los niveles observados durante la segunda presidencia de Ronald Reagan.

Como muestra el gráfico 5, la mayor caída de la tasa de desempleo de mano de obra se registró durante la presidencia de Clinton. Sin embargo, esto no ha sido una "externalidad" asociada a la rentabilidad de las empresas privadas, sino resultado de políticas deliberadas. Al igual que en varios países europeos, durante la presidencia de Clinton se emitieron regulaciones que permitieron generalizar jornadas de trabajo flexible, con trabajadores que elegían trabajar más horas por día en promedio. Las empresas pudieron recurrir a contratos flexibles, para completar sus dotaciones permanentes de personal con trabajadores ocasionales y trabajadores part-time para periodos breves, formas a los beneficios por enfermedad y fuerte énfasis en el desaliento a la discriminación laboral y salarial bajo todas sus formas.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Contra lo que se opina superficialmente en países como el nuestro, Estados Unidos no es un país

Un determinante fundamental para esta recuperación del empleo durante la presidencia de Clinton con crecimiento y mejora en las cuentas fiscales, fue la Ley de Reconciliación Presupuestaria de 1993, que aprobó recortes del gasto público y de exenciones tributarias para perceptores de bajos recursos.

#### **4. Años de "plata dulce"**

##### **4.a. "Dureza" monetaria + "flexibilidad" en el mercado de crédito**

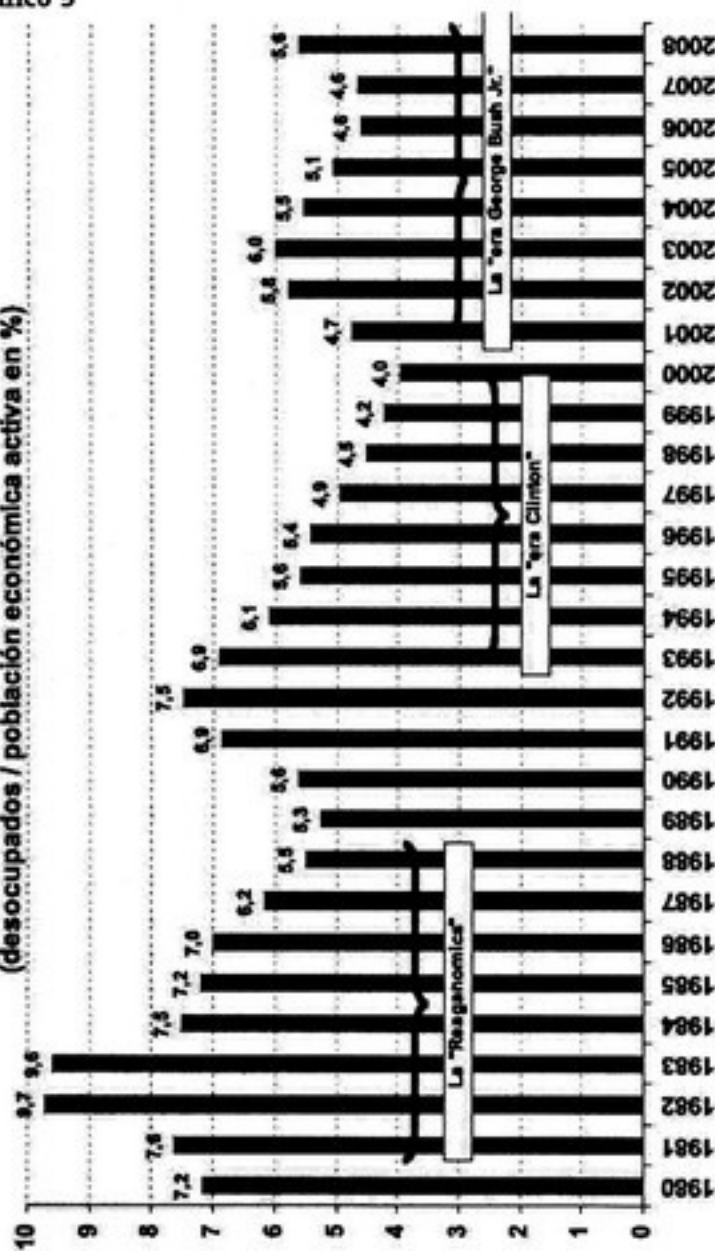
Los años de Clinton no fueron de una política monetaria restrictiva, sino moderadamente expansiva, atendiendo a las necesidades de preservar el nivel de actividad y la estabilidad de precios. Durante la década pasada se reactivó el mercado interno con bajas tasas de inflación y de desempleo. Sin embargo, en las elecciones legislativas de 1994, los Republicanos recuperaron el control del Congreso y debió restituir a los gobiernos de los estados el control del gasto social con la reforma de 1996. Esta última fue impulsada por los republicanos, y apuntaba a imponer algunas propuestas formuladas de Ronald Reagan en 1982 para reformar el régimen de transferencias federales. Esto podría haber conspirado en contra del crecimiento del PBI y del empleo, pero la crisis en el Sudeste Asiático incentivó un retorno de capitales, y un aumento de la masa monetaria. La mayor liquidez generada por esta vía incrementó la liquidez circulante e incentivó la tendencia a incrementar el endeudamiento, como se observara en la década anterior.

El gráfico 6 muestra que no ha sido un comportamiento transitorio. A lo largo de casi tres décadas, sistemáticamente el ahorro agregado ha tendido a ser inferior a la inversión agregada, lo que indica endeudamiento neto con el resto del mundo. Esto se refleja en déficits de cuanta corriente de la balanza de pagos con la única excepción del año 1991.

de total flexibilidad salarial. En 1997 Clinton incrementó el salario mínimo de los trabajadores full time de US\$ 4,25 por hora a US\$ 4,76 y en 1997 a US\$ 5,15. Sobre el fin de su gestión, no logró la aprobación de un incremento a US\$ 6,15. Como se desprende de la simple lectura de este trabajo, el impacto inflacionario de esas medidas ha sido nulo. De hecho, varios estados tienen sus propias regulaciones laborales y desde entonces el salario mínimo es aún superior al "piso" exigido por el Gobierno Federal.

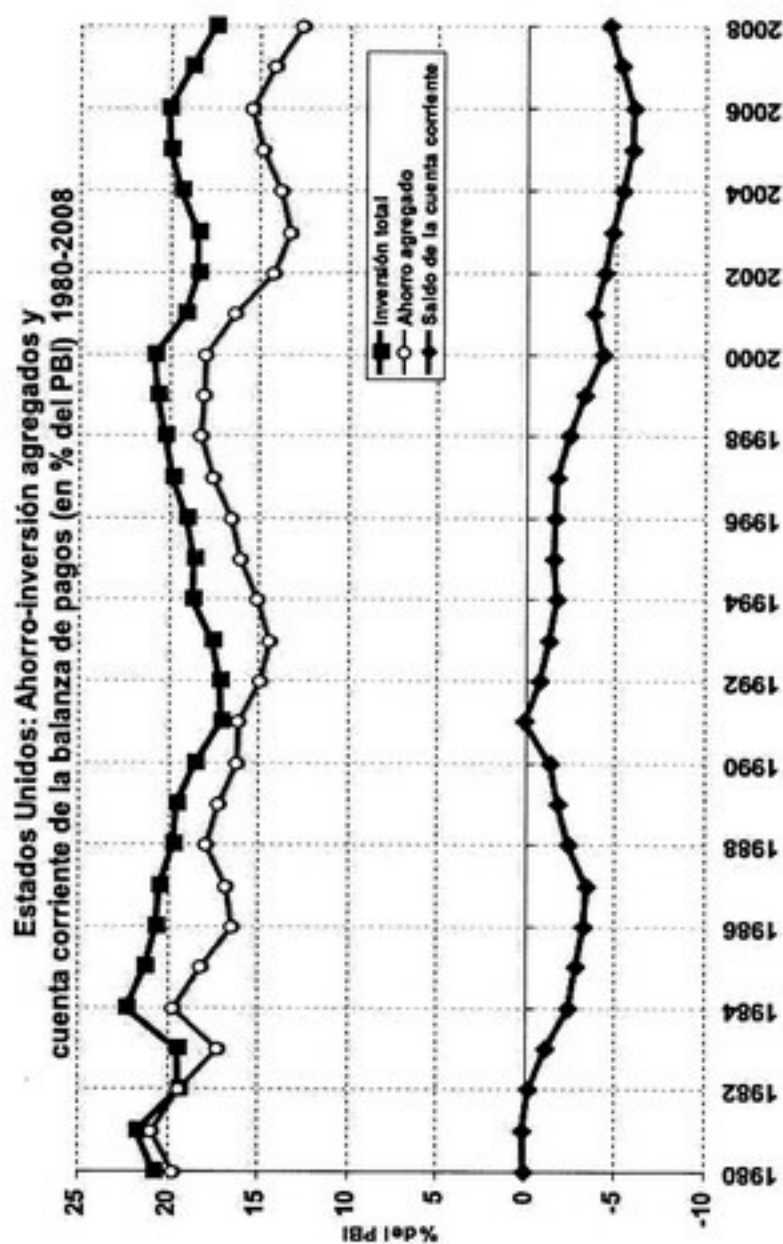
Gráfico 5

Estados Unidos: tasa de desempleo promedio anual  
(desocupados / población económica activa en %)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 6



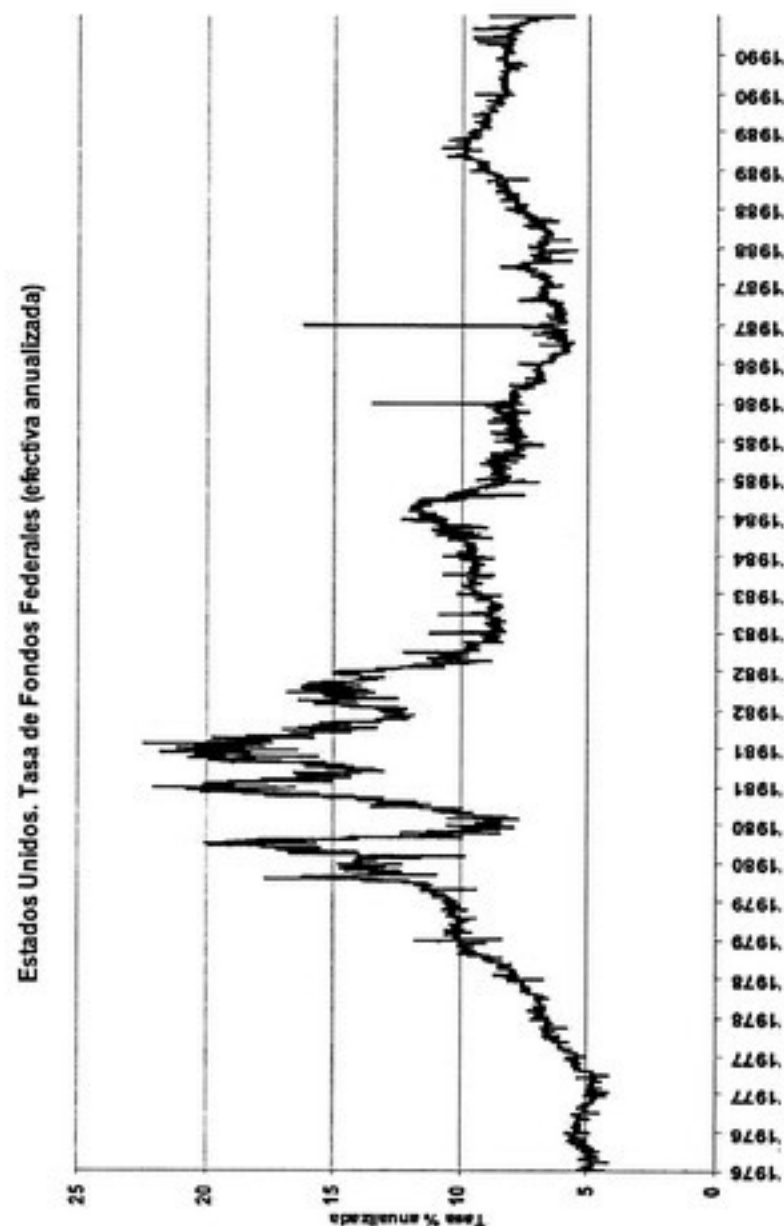
Fuente: elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional

A nivel agregado esto es ahorro nacional neto negativo, explicado fundamentalmente por el endeudamiento público en el período "neo conservador" de Reagan y Bush padre, y por el endeudamiento privado durante los años de Clinton. La presente década, en cambio muestra una tendencia descendente del ahorro agregado total, explicado por el exceso de gastos sobre ingresos tanto del sector público, como por parte del sector privado.

Si bien a partir de la segunda presidencia de Reagan comenzaron a insinuarse algunas mejoras en términos de empleo y salarios, los saltos de productividad por la incorporación de las tecnologías informáticas comenzarían a tener su impacto visible recién en los años '90. Si bien la primera invasión a Irak permitió al presidente George H. W. Bush aumentar el gasto militar, ello no fue suficiente para contrarrestar las consecuencias negativas de una acelerada, pero desordenada desregulación financiera, que ha sido en gran medida la que favoreció el terreno para operaciones financieras de alto riesgo en Estados Unidos y en el mundo.

La década de los '80 se caracterizó por una alta volatilidad de los tipos de cambio en todo el mundo, con alta y volátil inflación en varios países no desarrollados, reaparición de fenómenos de muy alta e hiperinflación (casos de Argentina, Bolivia, Nicaragua, y con menos intensidad pero comparable persistencia en Brasil y Perú), y el desarrollo y uso cada vez más generalizado de contratos financieros derivados. La Reserva Federal había adoptado en octubre de 1979 los que se conoció como *New Economic Policy*. El titular de la Reserva Federal, Paul Volcker (que inició su gestión en agosto de ese año) impuso en esa entonces su criterio de abandonar la práctica de fijar metas de tasas de interés a niveles tales que la oferta de dinero se acomode a las condiciones de la demanda agregada. El argumento subyacente era que la fijación o control de tasas de interés era inefectiva como instrumento de control gradualmente de los agregados monetarios y de la inflación. Sin embargo, el control de la tasa de interés vía una política restrictiva, de inspiración en el monetarismo tradicional, fue la estrategia preferida por Paul Volcker. La realidad mostró una política antiinflacionaria fuertemente restrictiva y recesiva hasta 1982, y progresivamente expansiva a partir de entonces. El impacto en la tasa de Fondos Federales se observa en el siguiente gráfico:

Gráfico 7



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

La Reserva Federal instrumentó el control de la base monetaria vía encajes (promedio y marginales) y dejar que el libre mercado determine la tasa de interés. Esto significó abandonar una política monetaria pasiva, limitada a ajustar los saldos monetarios a la demanda agregada ("real bills doctrine"), y sustituirla por una política de fijación del nivel y/o tasa de crecimiento de la base monetaria nominal (enfoque afín a las propuestas de Milton Friedman de fines de los años '60), o en su defecto, de las tasas de interés de corto plazo, dejando que los agregados monetarios y demás tasas de interés se determinen endógenamente en el sistema económico<sup>8</sup>.

Las subas en las tasas de interés afectaron la actividad económica y tuvieron fuerte y persistente impacto hasta 1982. Sin embargo la tasa de inflación descendió a niveles inferiores al 10% anual hacia 1982, induciendo una posterior baja en las tasas de interés. Otro factor explicativo de la expansión de la liquidez vino dada por una política deliberada de expansión desregulada de la intermediación financiera. El "disparador" fue la ley desregulatoria de 1980 (*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*). Esta ley, sancionada antes de la asunción de Ronald Reagan, se proponía aumentar la competencia poniendo a todas las instituciones (bancarias y no bancarias) en un mismo pie de igualdad:

- a) *igualación* de exigencias de encajes,
- b) acceso (no gratuito) a **servicios** de la Reserva Federal
- c) *eliminación* en el plazo de 6 años de las regulaciones a las tasas de interés activa y pasiva.
- d) liberación de trabas a transferencias de fondos entre bancos,
- e) otorgamiento de más libertad para prestar para las Asociaciones de Ahorro y Préstamos para Viviendas (Saving and Loan Associations) y para diversificación de sus activos.

A estas últimas se les permitió invertir hasta 20% de sus activos en préstamos para consumo, commercial papers y títulos de deuda privada., y también comercializar tarjetas de crédito, y préstamos comercia-

<sup>8</sup> Esta fue la modalidad adoptada por Alan Greenspan, en los '90, retornando a sí a la práctica de la Reserva Federal desde 1914 hasta la crisis de los años '30. La Reserva Federal nació el 23 de diciembre de 1913, fecha en que el presidente Woodrow Wilson promulgó la Federal Reserve Act.



les a empresas por hasta el 5% de sus activos. También captar depósitos en cuenta corriente (al igual que a las uniones de crédito).

Luego de la suba de tasas de interés de 1980-81, y la observada luego de la cesación de pagos en de gobiernos endeudados con bancos estadounidenses en 1982 (México primero, luego Brasil y Argentina, entre otros), se precipitó una acumulación de créditos impagos dentro de los Estados Unidos. Entre 1981 y 1983 se registró una gran cantidad de quiebras, y de fusiones y adquisiciones de empresas. Eran ya generales las operaciones financieras complejas financiadas con endeudamiento bancario y extrabancario. A efectos de eludir las tasas reguladas, en los '70 habían surgido una gran cantidad de *money market funds* y fondos mutuos que en los '80 ya eran participantes importantes en los mercados financieros. A estos se sumaban además otros inversores institucionales que pasaron a ser competidores de los tradicionales bancos de inversión: bancos para empresas (merchant banks), nuevos fondos de pensión, fondos mutuos, en medio de una casi irrestricta concentración monopolística en los segmentos de seguros y de compraventa de acciones (*brokerage*). También los bancos comerciales comenzaron a crear divisiones directamente competidoras de los bancos de inversión y de las casas de bolsa, lo que permitió expandir la liquidez y el crédito hasta niveles hasta entonces desconocidos

De esta manera, a mediados de los '80 existía una importante masa de negocios en manos de estos "money managers" especializados en ofrecer nuevos productos financieros y también en la operatoria internacional, con sede en plazas tradicionales de Europa y de los países en desarrollo, y también en paraísos fiscales. La inestabilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio también abrió oportunidades: les permitió captar clientes individuales de altos ingresos en países de alta inestabilidad macroeconómica para operaciones de corto plazo ("hot money deposits"): esto es, lo que hoy se llama "banca privada" con múltiples casas habilitadas en paraísos fiscales del Caribe, como en países con cuentas bancarias secretas y libres de impuesto (caso de Uruguay, Panamá, Suiza). El crecimiento de esta operatoria se vio favorecido por el rápido desarrollo de medios electrónicos de comunicación, que per-

mitió captar cada vez más clientes para operaciones legales e ilegales a través de las fronteras. La progresiva desregulación financiera de los EE.UU. fue seguida por varios otros países, lo cual inició la notable expansión de una operatoria financiera mundial totalmente interconectada, donde el lavado de dinero y el financiamiento de actividades criminales es casi imposible de ser distinguida de la intermediación que financia actividades legales.

Este nuevo medio ambiente fue favorable para el uso generalizado de contratos y productos financieros, tanto para la cobertura del riesgo por volatilidad de tasas, a lo cual siguió el desarrollo de productos financieros para la cobertura de riesgo cambiario. La desregulación e integración mundial de los mercados financieros cobró nuevo impulso gracias a los desarrollos tecnológicos en telecomunicaciones y computación que permitieron ya a mediados de los '80 integrar los principales mercados de capitales del hemisferio norte, de modo que pasó a ser posible mantener al menos una sucursal de cualquier holding financiero operando en cualquier momento de una jornada laborable. Por otro lado esta tecnología también permitió expandir la operatoria en derivados, al facilitar la aplicación del complejo modelo de Black y Scholes de valuación de opciones del año 1973.

Ciertamente la década de los '80 ha sido la de los derivados financieros, los cuales permitieron expandir la operatoria de los mercados de capitales, y permitir el acceso a cada vez más potenciales clientes e productos tanto especulativos como de cobertura de riesgos, entonces novedosos para no pocas personas, como las opciones, los commercial papers, los futuros financieros, los activos garantizados por préstamos hipotecarios (mortgage-backed securities), los swaps, los repos, los bonos sintéticos, y muchos otros. A esto se sumó desde principios de los '80 una ventaja tributaria otorgada por la administración Reagan que permitió expandir el volumen del mercado de bonos cupón cero<sup>9</sup>. Estas medidas, promovidas por el lobby de los banqueros y también por el Tesoro de los Estados Unidos, fueron replicadas en países europeos y

<sup>9</sup> Según Allen y Gale (1995) el proceso actual de innovaciones financieras desde la 2ª posguerra, en realidad, encuentra su origen en los años '60 en la Unión Europea.

hasta en plazas tradicionalmente muy reguladas como Japón, donde también se permitió a extranjeros captar fondos colocando bonos en ese país en yenes.<sup>10</sup>

La ideología predominante ya desde los '70 en el sistema financiero estadounidense era la de promover un sistema financiero "abierto" y "competitivo". En la práctica se apuntó a favorecer el acceso, al menor costo posible, a las innovaciones tecnológicas y de ingeniería financiera, y a expandir la variedad de productos financieros a ofrecer. La progresiva desregulación financiera previsiblemente fomentó una creciente intermediación, pero con altas y volátiles tasas de interés (especialmente en los primeros años de la década de los '80). A esto se sumó un comportamiento de los organismos de contralor con falencias en varios frentes: deficiencias operativas, síntomas de captura regulatoria, poco interés por exigir niveles altos de capitalización de las entidades. La crisis provocada por el abuso de derivados y alta exposición al riesgo crédito de contraparte en el segmento de "*merchant banking*". Esto se explicó por el salto del endeudamiento para la especulación con derivados y "*bonos basura*" (como se reflejó en el crack de 1987), pero esta expansión de operaciones "apalancadas" también se observó en el mercado de crédito tradicional, como lo demostró la crisis de las *Saving & Loans* durante toda la década.

Las entidades comerciales también se sobreexpusieron al llamado riesgo de contraparte, en casi todas sus líneas de créditos: préstamos a gobiernos de países extranjeros, préstamos a deudores de sectores vulnerables a shocks negativos de efecto persistente, como el agro y la energía, y créditos hipotecarios. Esto fue en gran medida, consecuencia de la desregulación instrumentada con cuatro leyes. Estas fueron las siguientes:

**a) *Ley Garn -St. Germain de Instituciones Depositarias (1982)***<sup>11</sup>.  
Aumentó el campo de acción de las agencias reguladoras para ayu-

<sup>10</sup> La terminología de esos títulos todavía sobrevive en la jerga financiera y periodística. A los bonos en yenes emitidos en Japón por no residentes se los llama bonos "samurai". Cuando son bonos emitidos en otras monedas se los llama bonos "shogun". A su vez, los bonos de emisores japoneses colocados en el exterior se los llamó bonos "sushi".

<sup>11</sup> Garn-St. Germain Depository Institutions Act.

dar a instituciones con problemas financieros agudos, fundamentalmente, relajar las restricciones para préstamos e inversiones a *tasa variable* por parte de las instituciones de ahorro y préstamos estatales, y un aumento de los límites para préstamos a individuos. Eliminó a partir del 1° de enero de 1984 los diferenciales de tasas de interés de intermediarios bancarios y no bancarios y ordenó el estudio de un nuevo sistema de seguro de depósitos.

**b) Ley de Supervisión sobre Préstamos Internacionales (1983)<sup>12</sup>.** Reforzó la regulación y supervisión de préstamos a contrapartes del exterior, y autorizó a los organismos reguladores a exigir capitales mínimos específicos a entidades con exposición a deudores del exterior. Fue la respuesta a los problemas de los bancos con problemas de liquidez por haber prestado a países que incurrieron en default en 1982.

**c) Ley Bancaria de Igualdad Competitiva (1987)<sup>13</sup>:** ante la caída de numerosas "Saving and Loans" dispuso un fondo de asistencia de US\$ 10.800 millones para recapitalizarlas. Otorgó al Estado facultades para adquirir entidades quebradas, y estableció márgenes de tolerancia para constitución de capitales mínimos para algunos bancos agrícolas y "Saving and Loans" (S&Ls) solventes. Estableció un seguro de depósitos en las S&Ls, y un esquema de devolución de depósitos para entidades que enfrenten retiros de fondos.

**d) Ley de Aplicación y Reforma de Instituciones Financieras (1989)<sup>14</sup>:** ante la continuidad de la serie de quiebras de S&Ls, creó un fondo de salvataje por US\$ 50.00 millones. Aumentó las exigencias de capitales mínimos para las S&Ls, y otorgó más poderes a la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). También permitió a bancos y holdings bancarios absorber S&Ls, y modificó totalmente el espectro de autoridades de supervisión:<sup>15</sup>

12 International Lending Supervision Act.

13 Competitive Equality Banking Act.

14 Financial Institutions Reform and Enforcement Act ("FIRREA").

15 Actualmente, la Oficina de Control de la Moneda (Office of the Comptroller of the Currency) es una agencia que depende del Departamento del Tesoro, a cargo de la supervisión preventiva de las entidades bancarias, y la autorización para operar como banco en el país. La Reserva Federal supervisa las operaciones de bancos comerciales y de holdings bancarios, y también puede emitir regulaciones bancarias. La FDIC es independiente de la Reserva Federal, y administra el seguro de

1. disolvió la Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) y la Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC). Esta última fue reemplazada por un nuevo organismo, de seguro de depósitos para las entidades de ahorro (*thrift institutions*), la Savings Association Insurance Fund (SAIF), dependiente de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC),
2. creó como órgano de regulación y supervisión prudencial para la S&L la Office of Thrift Supervision (OTS), dependiente del Departamento del Tesoro,
3. creó una agencia independiente, la Federal Housing Finance Board (FHFB), para supervisar 12 bancos hipotecarios regionales,
4. creó la Resolution Trust Corporation (RTC) para disponer de los activos y pasivos de las entidades de ahorro y préstamos liquidadas.

#### 4.b. Desregulación y caída de las Saving and Loans.

Estas reformas desregulatorias tuvieron efecto más visible partir del año 1983. Llama la atención que mientras estas reformas apuntaron a aumentar los grados de libertad de las entidades, por otro lado recrearon un seguro de depósitos *estatal*, que favoreció también esa conocida falla de mercado conocida como "problema del principal-agente": los depositantes no tenían incentivo para desconfiar ni vigilar a los bancos, total había un seguro de depósitos impuesto por el Gobierno. A su vez, los bancos tampoco se reocupaban por mejorar la calidad de la administración de las entidades, total los depósitos no tenían ninguna razón para retirar los depósitos. Esto significaba ***una desregulación que favorecía e incentivaba, de facto, el uso de fondos para préstamos riesgosos***. La más relevante de estas medidas fue la legislación que el Congreso aprobó en 1982, permitiendo a las S&Ls otorgar préstamos hipo-

depósitos para bancos comerciales y pequeños bancos análogos a nuestras mutuales. Los bancos de inversión, en cambio, están bajo la jurisdicción de la Securities and Exchange Commission (que regula y supervisa los mercados de capitales). Las entidades no bancarias, a su vez, son supervisadas por otro organismo, la Federal Trade Commission.

tecarios a tasas variables (Adjustable Rate Mortgages, o ARMs)<sup>16</sup>, y que con ciertos "techos" porcentuales a las S&Ls otorgasen préstamos tomando como colateral otros activos que no sean viviendas:

- a) préstamos hipotecario cuyo colateral sean inmuebles que no destinados a vivienda,
- b) préstamos a sola firma,
- c) préstamos para la compra de bienes durables de consumo,
- d) descubiertos sobre tarjetas de crédito,
- e) compra de acciones de empresas no financieras
- f) tomar posesión sobre proyectos o empresas,
- g) captar depósitos a tasas variables<sup>17</sup>,

El resultado fue el esperable: la desregulación incrementó las oportunidades de inversión y también los incentivos para asumir riesgos. Estos fueron cada vez mayores especialmente a medida que se observaba un agudo deterioro en el valor de mercado de los patrimonios netos de estas entidades, que a su vez competían con bancos y con los *money market funds* para captar fondos de los ahorristas en un escenario de fuerte suba de tasas de interés. A esto contribuyó la desacertada normativa del órgano de supervisión, la *Federal Home Loan Bank Board (FHLBB)* que siguiendo a lo dispuesto por el Congreso redujo las exigencias de capitales mínimos de las S&Ls, aumentando así la fragilidad del sistema.

Adicionalmente, se puso en vigencia un sistema de registración contable que falseaba la realidad de flujo de fondos, toda vez que obligaba a computar las inversiones tomando valores históricos, más bien que valores de mercado. Adicionalmente, la autoridades procedieron a un (hasta

16 Hasta 1979 sólo se permitieron los ARMs en Wisconsin, California y algunos otros, para las S&Ls autorizadas para operar en todo el país, y siempre que lo permitieran sus cartas orgánicas. (Ver White (1992)).

17 Esto último fue posible por la derogación de los techos de la "Regulación Q". Además las S&Ls contaban desde 1980 con un seguro de depósitos que garantizaba la devolución de hasta US\$ 100.000 (antes era de US\$ 40.000) a los depositantes. Estas reformas venían siendo demandadas desde bastante tiempo atrás. En particular, la Regulación Q generó en los años '70 el artificial desarrollo de los *money market funds*, a través de los cuales los bancos lograron captar fondos en los mercados de capitales, eludiendo dicha restricción legal.

hoy) inexplicable y *deliberado vaciamiento de la FHLBB* que en tres años redujo su plantel de inspectores, y obviamente también la cantidad de inspecciones en relación a la expandida industria de las S&Ls, que ya a fin de 1982 sumaba 3.287 entidades con depósitos garantizados.<sup>18</sup>

Como observaran Dewatripont y Tirole (1993), fue una decisión en reacción a las consecuencias del aumento de las tasas de interés provocado por Paul Volcker. El margen de pérdidas por intermediación de las S&Ls había saltado del 3% en 1979 a 30% en 1980, **a 70% en 1981 y a 80% en 1982**, para luego descender a 40% en 1983. Las medidas adoptadas en ese año no cambiaron mucho los incentivos a la asunción de riesgos de manera poco prudente:

- a) desregulación y *eliminación de costos de intermediación* para permitir una mayor diversificación de sus actividades, y evitar la desintermediación financiera,
- b) asistencia del gobierno a las S&Ls descapitalizadas,
- c) *reducción de las exigencias de capitales mínimos de 5% al 3% sobre activos de riesgo*,
- d) modificaciones contables para computar de manera diferida en el tiempo las pérdidas por préstamos irregulares, y desalentar así la información "temprana" de la admisión de situaciones de insolvencia.

Esto permitió resolver el problema inicial del bajo nivel de fondos de la *Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)* que no contaba con fondos suficientes para devolver dinero a todos los depositantes hasta US\$ 100.000. Además el Congreso y la Casa Blanca no estaban para nada a favor de usar dinero de los contribuyentes para recapitalizar las S&Ls.

Estas decisiones prolongaron la fragilidad financiera en el tiempo

18 En no pocos casos, la ramificación de la operatoria bancaria en varios países incentivó la violación de normas locales y tornó inefectiva y tardía toda acción de los supervisores de los gobiernos. Dos casos emblemáticos de la época fueron la quiebra del Banco Ambrosiano (en junio de 1982) y el cierre del banco BCCI (mayo de 1990), cuyos directivos habían logrado hasta consolidar relaciones personales con varias renombradas figuras políticas de los EEUU, como James Carter y el Reverendo Jesse Jackson. En esos años se lo llegó a llamar "BCC" (Bank of Crooks and Criminals o Banco de Estafadores y Criminales).



porque se tornó más difícil detectar entidades insolventes (los capitales mínimos exigidos pasaron a computarse sobre un promedio de los últimos 5 años), y provocó una adicional caída de entidades, especialmente de las que incurrieron en actividades fraudulentas, incentivadas por estas reformas. Luego de la baja de interés experimentaron una recuperación transitoria, pero las menos solventes optaron por incrementar el endeudamiento y colocar sus fondos en activos cada vez más riesgosos (resultado elemental de cualquier libro de texto sobre microeconomía de bancos).

El resultado fue el mantenimiento en el tiempo de actividades financieras fuertemente apalancadas con deudas, a todas luces inviables, si bien ya el Comité de Basilea recomendaba una exigencia de 8% de capital mínimo (propio) sobre activos de riesgo de la entidad a precios de mercado <sup>19</sup>.

El siguiente cuadro muestra el comportamiento del leverage y de los capitales mínimos por actividad. Ciertamente la crisis "subprime" de estos momentos, probablemente guarde peligrosas similitudes con este episodio:

**Cuadro 2: Apalancamiento y capitalización (en cant. de veces)**  
**Año 1985**

Rama de actividad	Leverage (Pasivo / Patrimonio Neto)	Capital propio / activos (Patrimonio neto / Activos)
Agricultura, ganadería, pesca y forestación	2,12	0,32
Minería	1,21	0,45
Construcción	2,52	0,28
Industria manufacturera	1,20	0,45
Transporte y servicios públicos	1,50	0,40
Comercio mayorista y minorista	2,49	0,29
Servicios privados no financieros	2,25	0,31
Finanzas, seguros y venta de propiedades	2,90	0,26
Holdings bancarios	11,07	0,08
Bancos comerciales (excluye holdings)	11,00	0,08
Bancos de ahorro mutuo	15,75	0,06
<b>Asociaciones de ahorro y préstamo (S&amp;Ls)</b>	<b>31,12</b>	<b>0,03</b>
<b>Promedio de toda la economía</b>	<b>2,11</b>	<b>0,32</b>

Fuente: U.S. Internal Revenue Service (I.R.S.)

Recién en la segunda mitad de la década la FSLIC contó con más personal y facultades para controlar mejor a las S&Ls menos capitalizadas. De esa manera impuso mayores requisitos de capitales mínimos (de 3% se aumentaron a 6%), estos se pasaron a computar en base a la posición del último periodo mensual, en lugar de tomar promedios de 5 años, y se reestableció el uso de los principios contables estándares. Esto no pudo corregir la sobreexpansión de entidades de frágil solvencia que atraían nuevos depósitos en un contexto de tasas de interés bajas pero flexibles, y seguro de depósito estatal, lo que les permitía competir por los depositantes, independientemente de la solvencia de las entidades.

Por consiguiente, los gerentes de los bancos aprovecharon para financiar cualquier tipo de negocios. El resultado fue una sobreexposición a deudores de baja capacidad de repago, cuando no a verdaderos delincuentes. La consecuencia final, una ola de cierre de S&Ls desde 1986, hasta que a fines de la década se agotaron los recursos del fondo de seguro de depósitos de la FDIC y también los de la FSLIC. Esta última debió devolver depósitos por un total acumulado de **US\$ 30.000 millones** de 205 S&Ls reestructuradas cuyos activos ascendían a US\$ 100.000 millones. Junto a estas entidades, cayeron otros bancos comerciales, y este sesgo se agravó luego de la caída de los precios del petróleo, que a mediados de los '80 complicó severamente la situación de las S&Ls de estados petroleros como Texas, Oklahoma y Colorado. También influyó el cambio en las leyes tributarias, que a principios de la década contemplaba deducciones tributarias por la posesión de inmuebles de uso comercial, para luego ir reduciendo sustancialmente dicho tratamiento favorable.

Durante los '80 más de 1.000 bancos quebraron o requirieron asistencia financiera del gobierno, además de legislación específica para estos casos. Ex post, el experimento de desregulación financiera terminó con la destrucción de la "red de seguridad" del sistema, y un corte del crédito, que explica la posterior recesión de 1990-91 y el derrumbe de los valores inflados de los bienes raíces. El error fue la demora en re-

19 Arítmicamente esto significa un leverage (pasivo / patrimonio neto) máximo admisible igual a 11,5 veces.

conocer los problemas de solvencia de una parte de las S&Ls, y la renuencia a instrumentar normas que forzaran a sus accionistas a recapitalizarlas, bajo la amenaza de reestructurarlas, ser absorbidas por otra entidad o dejar que quiebren. Hacia fines de los '80 fue necesaria una nueva legislación para recapitalizar el FDIC, y en febrero de 1989, apenas asumido, George H. W. BUSH anunció su plan de reestructuración definitiva. Ese plan se aprobó en agosto de ese año como ley: la ***Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act***, "FIRREA". Esta fue equívocamente presentada por los medios de prensa como de "rescate" de las S&Ls, lo cual no fue estrictamente así, como se explicó en la sección anterior<sup>20</sup>.

Entre agosto de 1989 y junio de 1990, la Resolution Trust Corporation, creada por la FIRREA como extensión de la FDIC, procedió a disponer (liquidar o vender a entidades) de los activos de 207 S&Ls por US\$ 69.000 millones. Sin embargo junio de 1990 todavía existían 247 S&Ls insolventes con activos computados por US\$ 137.000 millones.

Cuando los banqueros están bajo la amenaza de intervención de la autoridad monetaria en sus entidades, empiezan a tratar de influir directamente sobre los reguladores, o indirectamente a través de los políticos, y en esos años ese lobby fue muy intenso por parte de las S&Ls. Sus accionistas pugnaron por una política de rescate generalizado: si el seguro de depósitos no tiene suficientes fondos, pagan los ciudadanos con sus impuestos en última instancia. De haber actuado así, las autoridades quedaban ante la opinión pública en ridículo: la intervención generalizada de entidades significaba la admisión de que los inspectores no estaban haciendo las cosas bien y/o de deficiencias de los propios reguladores. En otras palabras, reflejaba que las autoridades no sabían resolver el conflicto ("trade-off") entre monitoreo eficiente ex ante vs. intervención y castigo efectivo ex post, y por tanto, los accionistas de las S&Ls no tenían por qué cargar con el costo de operar en un sistema mal regulado.

Los rescates, igualmente no resolvieron nada a nivel del sector. Los abusos con derivados, en 1987 se repitieron en los '90 y terminaron con

---

20 Punto d) de la sección 4.a. ut supra.

la quiebra del condado de Orange (California) en 1994. La adopción de estándares contables y de auditoría más rigurosos, de los criterios de Basilea y del sistema de fraccionamiento de crédito no se extendió a la banca de inversión, ni a los intermediarios no bancarios. Resultado: las prácticas temerarias, cuando no fraudulentas se desalentaron pero no desaparecieron y en 1998 terminó el Gobierno rescatando a los inversores del quebrado "Fondo de los Premios Nobel" (Long Term Capital Fund), mientras que primero Enron, y luego otras compañías terminaron también en la quiebra, al descubrirse el ocultamiento de pérdidas por una arraigada práctica de falseamiento de estados contables.

Finalmente, a fines de los '90, la "fiebre" de invertir en acciones de nuevas empresas de servicios vía Internet provocó la llamada "burbuja de las punto com" que terminó en una estrepitosa caída con pérdidas para sus inversores en el año 2001. En la década actual la historia se ha vuelto a repetir. Con más gradualismo, se trata del mismo problema: deficiencias repetidas en la regulación, en su aplicación, y cuando no, intencionalidad. En el caso de las S&Ls, la caída de entidades vino dada por una desregulación y un cambio de criterios contables que incentivó el endeudamiento de las instituciones financieras, y a su vez las de mayor endeudamiento optaron por invertir en activos cada vez más riesgosos. Este comportamiento se vio fortalecido por la protección de un seguro de depósitos fondeado por el Estado, y una supervisión prudencial superficial e inefectiva. Como lección final, es notable la certeza de este razonamiento de Lawrence J. White, 17 años atrás <sup>21</sup>:

"La caída de las S&Ls es una historia que seguramente será contada y re-contada en las historias financieras por las futuras décadas, tanto como el derrumbe estrepitoso del mercado accionario en 1929, la burbuja de la Compañía de los Mares del Sur, y la Mania de los Tulipanes de varios siglos atrás. Muchos de los relatos populares han enfatizado anécdotas y personalidades. Una implicancia de las mismas es que el remedio primario es el de encerrar a los villanos en la cárcel. Desafortunadamente, ese enfo-

21 Ver White (1992).

que desvía la atención del hecho de que las reformas fundamentales en las regulaciones son vitales".

Casi dos décadas después, pareciera que los EE.UU. han retornado al mismo punto de partida...

#### **4.c. El frente externo**

##### **4.c.1. Las cuentas externas y la política cambiaria desde los '80**

Las cuentas externas y el desalineamiento cambiario son una fuente de preocupación para los EE.UU. que viene arrastrándose también desde los '80. Las cuestiones más conflictivas se observan a partir de la política fiscal relativamente expansiva instrumentada a partir de 1983, mientras Alemania y Japón instrumentaban, por el contrario, políticas fiscales contractivas. Ya en 1984 la recuperación económica era evidente, gracias a la política fiscal expansiva. Sin embargo, esto no fue acompañado por un aumento del ahorro privado neto, de modo que el deterioro de la cuenta corriente reflejó el endeudamiento neto de los Estados Unidos hacia el resto del mundo. Por otro lado, la estabilidad cambiaria y la inflación local implicaron una caída del tipo de cambio real, que resucitó reclamos por medidas proteccionistas hacia fines de 1984. Para frenar ese lobby en el Congreso, el gobierno republicano debió convocar a una Cumbre, celebrada en el Hotel Plaza el 22 de septiembre de 1985 (con funcionarios del Reino Unido, Francia, Alemania y Japón). Allí se acordó una mecánica de intervención conjunta en el mercado cambiaria para inducir una depreciación controlada del dólar estadounidense. Los EE.UU. comenzaron entonces a instrumentar una política monetaria expansiva, con flotación administrada hasta 1987.

Este régimen perjudicó a los países europeos cuyos bienes transables perdían competitividad y sus mercados internos estaban estancados y en febrero de 1987 en una cumbre en el Louvre de París, los países del G-5 más Canadá acordaron la adopción de bandas cambiarias para la intervención de los bancos centrales de esos países. Sin embargo, el

nuevo régimen duró apenas 8 meses. La caída de Wall Street en octubre de 1987 fue acompañada por una sorpresiva suba de tasas de interés decidida por el Bundesbank alemán para atraer capitales.

El nuevo titular de la Fed, Alan Greenspan, anunció la emisión de dinero para sostener el sistema financiero, y también los países europeos actuaron de la misma manera, iniciándose un período de baja de tasas de interés, pero con el dólar depreciándose hacia niveles superiores a los previstos en los acuerdos del Louvre. Durante la presidencia de George. H.W. Bush (1989-1992) la tendencia al deterioro de las cuentas comerciales y del saldo de la cuenta corriente se revirtió de manera *transitoria y por la recesión interna*. La contrapartida en los años '80 fue el endeudamiento del Tesoro con tenedores no residentes, mientras que el sector privado encontró más conveniente, sobre todo en la primera mitad de la década, endeudarse vía colocación de deuda en dólares en el exterior (los llamados bonos en eurodólares) a tasas más bajas que en Estados Unidos. El stock de deuda de emisores estadounidenses de bonos en eurodólares en 1975 movía apenas US\$ 35 millones, pero en 1987 había alcanzado ya los US\$ 17.000 millones, o sea casi el 17% del endeudamiento de las empresas privadas de Estados Unidos <sup>22</sup>.

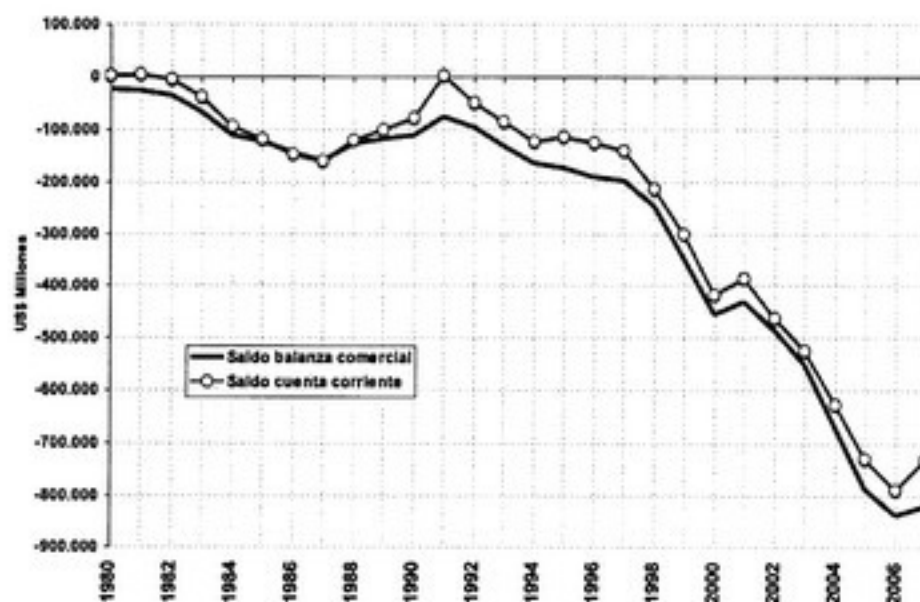
Hacia 1990 la Fed ya había abandonado toda flotación administrada, y a partir de 1991-92 se inicia una década de creciente captación de fondos dentro y fuera del país. Al igual que en los años '80, se profundiza el desequilibrio externo, con un déficit comercial y de cuenta corriente que en 1991 estaba en algo más de US\$ 100.000 millones, y que en 2000 ambos superaban los US\$ 400.000 millones. Durante la presidencia de Bush (h.), a su vez, los desequilibrios se profundizaron, hasta que en 2006 se duplicaron los niveles del déficit comercial y de cuenta corriente respecto de los registrados al inicio de su gestión. **Este desequilibrio es superior a la suma de los saldos positivos de balanza co-**

22 Igualmente, El primer bono en eurodólares fue emitido en el año 1957 por la firma petrolera belga Petrofina. Este canal de financiamiento se vio favorecido por un tratado entre los Estados Unidos y las Antillas Holandesas de 1948 que eximió a los inversores de estar sujeto a la retención del pago de impuestos a los ingresos (en los '80 era del 30%) sobre las ganancias por los cupones de intereses de esos bonos. El gobierno de Reagan intentó dar por terminado ese Tratado en el año 1987 pero debido a que los fondos de pensión y las aseguradoras de EE.UU. hubieran tenido pérdidas millonarias en ese caso, se decidió no modificar ese acuerdo. Ver Marr y Trímble (1992).

mercial y de cuenta corriente de todo el mundo, lo que significa un

formidable exceso de demanda de bienes y servicios financiable con flujos de nueva deuda con no residentes.

**Gráfico 8. Saldo comercial y de cuenta corriente de la balanza de pagos de EEUU**



#### 4.c.2. Las cuentas externas y la política comercial desde los '80

Desde la *Reaganomics* la política comercial de los EE.UU. ha sido algo oscilante. Si bien no se abandonaron subsidios a la producción ganadera y a ciertas actividades industriales, igualmente la administración Reagan sentó las bases de cierto bilateralismo que se vio exacerbado en la gestión de George W. Bush. En 1982 el representante de los



EE.UU. ante el GATT, William Brock, llamó a una negociación internacional en Ginebra, fundamentalmente para discutir el proteccionismo agrícola. Si bien no se lograron resultados interesantes, fue esa iniciativa la que introdujo la necesidad de extender la liberalización comercial a los servicios y a medidas sobre políticas de inversión con impacto comercial. A partir de la gran recesión resultante de la política de Volcker, el gobierno de Reagan fue abandonando sus posturas proteccionistas iniciales y pasaron a apoyar las reuniones multilaterales que condujeron a la Reunión Multilateral de Punta del Este (conocida a partir de entonces como "Ronda Uruguay") para liberalizar el comercio internacional.

Igualmente, los '80 Estados Unidos retornó a la práctica de acuerdos bilaterales preferenciales, práctica de discriminación comercial generalizada en el mundo entre 1927 y la Segunda Guerra Mundial. En 1984 se terminó de negociar y concretar un acuerdo de libre comercio con Israel, y luego se hizo lo propio con Canadá en 1988. Ya con George H.W. Bush en la presidencia de Estados Unidos, en 1990 el presidente de México solicitó a Washington la negociación de un acuerdo de libre comercio con Canadá y Estados Unidos. En 1991 el Congreso de Estados Unidos: el NAFTA (North America Free Trade Agreement). Desde entonces, y durante las dos presidencias de Clinton, los Estados Unidos han suscripto varios Acuerdos de Libre Comercio bilaterales, pero con una característica: no son acuerdos entre "iguales", o "comparables": *ningún* presidente de los Estados Unidos ha suscripto ningún acuerdo de libre comercio ni con la Unión Europea, ni con la República Popular China, ni con Rusia. La mayoría de las contrapartes son países con aranceles más altos que en Estados Unidos, que necesitan reestructurar su aparato productivo para posicionarse mejor para competir en el largo plazo, o bien países con aranceles más bajos en promedio que en los Estados Unidos que aceptan barreras comerciales a cambio de acuerdos sobre futuros flujos de inversiones de empresas de los Estados Unidos. En general, los Estados Unidos han tenido que dar bastante menos a cambio de las ventajas a las que han debido renunciar sus contrapartes.

Cuadro 3: Acuerdos de libre comercio de los Estados Unidos

Acuerdos de Libre Comercio vigentes (a febrero de 2009)	Acuerdos de Libre Comercio pendientes de aprobación por el Congreso de EEUU y/o del otro país	Acuerdos con negociación iniciada, pero no concluida.
<p>Bilaterales: Australia, Bahrein, Chile, Israel, Jordania, Malasia, Marruecos, Omán, Perú, Singapur</p> <p>Multilaterales: North American Free Trade Agreement (NAFTA), con Canadá y México, y Central America-Dominican Republic United States Free Trade Agreement (CAFTA-DR), con Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.</p>	<p>Colombia, Corea del Sur, Panamá</p>	<p>Ecuador, Emiratos Arabes Unidos, Tailandia, Sudáfrica, Área de Libre Comercio de las Américas (un área de libre comercio para todos los países independientes del continente. Las negociaciones iniciadas en la Cumbre presidencial de Miami de diciembre de 1994 han quedado interrumpidas a partir de la cumbre de Mar del Plata de noviembre de 2005.</p>

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Comercio de los EE.UU.

La falta de avance en esos acuerdos amerita un tratamiento caso por caso, pero en general puede admitirse que obedecen a las razones habituales de desacuerdo: incompatibilidad de regímenes jurídicos específicos, balance costo-beneficio negativo para sectores que hacen pesar sus reclamos a las autoridades de sus países, y cuestiones coyunturales de política doméstica o de alineamiento internacional. Ciertamente, la vi-

sión de *supuesto* libremercado ha sido de un permanente dualismo entre el discurso y cierto proteccionismo, práctica que *no ha cambiado* ni bajo la presidencia de Republicanos o Demócratas.

#### 4.d. La era Clinton

En las dos presidencias de los Demócratas William Clinton y Al Gore, la línea política y económica fue notablemente diferenciada de la *Reaganomics*. Los ejes centrales han sido:

- a) eliminación del déficit fiscal,
- b) incentivar la inversión manteniendo bajo el costo del crédito,
- c) uso de recursos públicos para educación, entrenamiento laboral,
- d) investigación y desarrollo en ciencia y tecnologías de punta,
- e) apertura comercial de la economía estadounidense al mundo,
- f) tomar el liderazgo mundial de un proceso de apertura comercial, a
- g) las inversiones y a los movimientos de capitales en todo el mundo (la llamada "globalización").

El periodo 1993-2000 ha sido por lejos el de más éxito en reversión del déficit fiscal de los últimos 60 años. En ese periodo además la tasa de desempleo cayó a los niveles mínimos observados desde la Gran Depresión, la tasa de inflación cayó a los niveles más bajos desde los años '60 (promedio anual: 2,5%), el PBI registró el periodo más prolongado de expansión económica de toda la historia de los Estados Unidos, y al cabo de ocho años se crearon 22,5 millones de nuevos puestos de trabajo, de los cuales el 92% (20,7 millones) han sido nuevos empleos creados *en el sector privado*.

La dupla Clinton-Gore inicio su gestión recibiendo de la gestión anterior un país con 10 millones de personas en situación de desempleo absoluto, creciente gasto en subsidios a desocupados, estado desastroso de las finanzas públicas y creación de empleo a la tasa más baja observada desde la Gran Depresión. Al cabo de las dos presidencias de Clinton, el ingreso *disponible* promedio real (en dólares de 1999) de las fa-

milias aumentó de US\$ 42.612 a US\$ 48.950. Por otro lado, el 67,7% de los estadounidenses llegó a ser propietario de su vivienda (la tasa más alta de toda la historia), y la tasa de pobreza cayó del 15,1% en 1993 al 11,8% en el año 2000. Esto significa que en relación al año 1993, unas 7 millones de personas dejaron de ser pobres.

Uno de los principales logros de las presidencias de Clinton fue la reversión del estado de desequilibrio fiscal heredado con una constancia y velocidad nunca vista. Entre 1981 y 1992, las 3 presidencias de los Republicanos bajo Reagan y Bush padre cuadruplicaron en 12 años el stock de deuda pública, y para completar el ciclo, en el año 1992, terminaron su ciclo con un déficit fiscal de US\$ 290.000 millones (4,7% del PBI). Bill Clinton revirtió ese saldo hasta terminar su mandato (2000) con un superávit fiscal de US\$ 237.000 millones (2,4% del PBI), el máximo nivel registrado en toda la historia de este país. En 1992 el stock de deuda del Tesoro equivalía al 50% del PBI y se proyectaba a aumentar hasta el 65% del PBI en el año 2000. A fin de ese año la deuda pública de los EE.UU. equivalía a sólo el 35% del PBI, luego de una reducción del stock de los pasivos del Gobierno por **US\$ 363.000 millones**.<sup>23</sup>

Esa reducción de déficit fiscal encontró fuerte resistencia en el Congreso. Ya en 1993 se encontró con los votos en contra de la totalidad de los legisladores Republicanos, y los pronósticos predominantes en mayoría de los economistas y bancos de inversión eran claramente negativos (finalmente *errados*). El grueso de la política fiscal descansó en un fuerte control de gastos corrientes, pero con exenciones tributarias para gastos en investigación y desarrollo, préstamos para estudiantes y facilidades tributarias para las PYMEs. A partir de 1997 se instrumentó un plan para alcanzar el primer presupuesto equilibrado en 27 años, pero incluyendo además de reducciones de gastos, exenciones impositivas para la clase media (por ejemplo un crédito fiscal de US\$ 500 por hijo, y otro para escolaridad), un programa de seguro de salud para la cobertura de 5 millones de niños, y promociones industriales para zonas espe-

23 Ya en la década anterior, bajo la presidencia de los Republicanos la deuda pública se había cuadruplicado.

cíficas (*Empowerment Zones*)<sup>24</sup> y un subsidio de US\$3.000 millones para administrar la transición de personas desocupadas perceptoras de beneficios del Estado, a empleos en el sector privado.

La disciplina fiscal de su gestión se plasmó a partir de la Ley de Presupuesto, luego del acuerdo presupuestario de 1993 con la oposición, que redujo los márgenes de libertad para crear o expandir el gasto público de manera discrecional. Con los presupuestos de 1993, y especialmente de 1997, se enfatizó también en los recortes presupuestarios y en reducciones de algunas partidas de gastos sociales. Igual cabe destacar que desde 1993 aumentó la recaudación tributaria gracias al incremento de la presión tributaria sobre los contribuyentes de más altos ingresos. También se aplicaron deducciones impositivas para la clase media por gastos en educación de las familias, y también para las empresas por sus gastos en investigación y desarrollo para el saneamiento del medio ambiente. Igualmente, el fracaso del proyecto de Ley de Seguridad Sanitaria de 1994 fue una clara señal para los demócratas de la inviabilidad de grandes y espectaculares cambios en política fiscal, siendo más viable instrumentar y lograr mayoría de votos para pequeños cambios regulatorios. La prioridad de toda la gestión Clinton fue tratar de ampliar la cobertura de gasto en salud especialmente para las mujeres y los niños, si bien en la segunda mitad de los años '80 las administraciones Republicanas habían flexibilizado un poco el acceso al programa de salud *Medicaid*. De todas formas la viabilidad de incrementos en el gasto se vio afectado por la recuperación de la mayoría en el Congreso por parte de los Republicanos. La llamada "*Revolución Gingrich*" fue el principal obstáculo para la expansión del gasto social, y parte de ello fue el acuerdo de 1997 para un presupuesto equilibrado, cuyo ítem más controversial fue el de una reducción en gastos para el programa de salud *Medicare*, por **US\$ 385.000 millones** en 10 años<sup>25</sup>.

En política comercial la administración Clinton completó el acuerdo del NAFTA con Canadá y México en 1993, que permitió a Estados Unidos aumentar sus exportaciones un 109%. En 1994 se completó la ne-

24 Han sido zonas de bajos ingresos seleccionadas para incentivar la localización de empresas con el beneficio de deducciones fiscales.

25 Para más detalle, ver Frankel y Orszag (2002).

gociación de la ronda Uruguay, para abrir mercados en el mundo para un amplio conjunto de ramas productivas, permitiendo al gobierno de Estados Unidos hacer cumplir acuerdos comerciales con mayor fuerza. Además esto significó el inicio efectivo de la aplicación de las reglas de la Organización Mundial de Comercio (OMC) a sus 138 países miembro.

En materia financiera el gobierno de Estados Unidos aportó fondos de emergencia para asistencia a crisis financieras en otros países, como a México en 1995 (US\$ aportados por la casa Blanca, dada la negativa del Congreso), y aportes para la recapitalización del Fondo Monetario en 1997 luego de la crisis financiera del Sudeste Asiático, y en 1998, después de la crisis financiera de Rusia. A su vez, el Congreso ratificó sobre el final del mandato de Clinton (año 2000) la normalización de las relaciones comerciales con China, permitiendo así la integración de China a la Organización Mundial de Comercio. Esto significó una más flexible y rápida apertura del mercado chino a las exportaciones e inversiones desde los Estados Unidos, la baja de aranceles, pero también el recurso a medidas antidumping por parte de Washington, especialmente durante los mandatos de George W. Bush. También se suscribieron acuerdos que liberalizaron más el comercio con países africanos y del Caribe, y en materia de servicios, orientados a levantar barreras al comercio vía Internet (*a partir de 1998*), y a impulsar acuerdos multilaterales en la OMC sobre propiedad intelectual, productos de servicios y tecnología avanzada. La expansión económica durante este mandato generó un florecimiento del mercado de crédito, *favorecido por una política monetaria relativamente pasiva* que privilegió el uso de las tasas de interés para minimizar hasta el año 1996 el desempleo y la inflación (dos metas relativamente conflictivas cuando una economía está cerca o en pleno empleo) y a partir de 1997, la volatilidad del mercado de capital- En las palabras habitualmente ambiguas del titular de la Reserva Federal, Alan Greenspan, para minimizar o acotar la "*exhuberancia irracional de los mercados*". En un contexto de aumento de rentabilidad, productividad y movimientos de capitales, fue inevitable la diversificación de productos financieros por parte de la banca de inversión y de la banca comercial.

La quiebra del Condado de Orange (California) en 1994 no tuvo efectos macroeconómicos significativos. Por el contrario, los años de Clinton registraron un significativo aumento del ingreso permanente y de la riqueza esperada, y también del endeudamiento privado. Esto incentivó inversiones más bien arriesgadas, y una consecuencia inesperada fue la quiebra del fondo Long Term Capital Markets (LTCM) en 1998. El mismo había sido fundado cinco años antes por John Meriwether, y cuyos socios eran un ex funcionario público, David Mullins, y dos premios Nobel de economía, Robert Merton y Myron Scholes. La operatoria estaba sujeta a las superficiales exigencias de la US Securities & Exchange Commission (SEC): totalmente desregulada, habilitada para operar en cualquier mercado, y sin exigencias de capital propio mínimo. Este fondo colocaba swaps de tasas de interés pudiendo endeudarse (esto es tomando posiciones "cortas") por hasta en un 100% del valor de sus inversiones iniciales, pero con ese efectivo compraban más activos financieros, y al tomarlos como colateral, tomaban más deuda, y continuaban así invirtiendo comprando activos. En teoría, al menos, mientras las tasas de interés no aumentaran significaba la viabilidad de endeudarse hasta el infinito.

El atractivo de este fondo en sus primeros dos años de vida vino dado por los nombres de sus socios, y el rápido crecimiento (retorno sobre capital propio -ROE- de 43% y 41% por año), que le permitió reunir en tan poco tiempo una cartera de US\$ 7.000 millones. Para sostener dichos rendimientos se necesitaba aplicar fondos de terceros tomados a préstamo a tasas baja, a derivados sintéticos bajo la forma de estrategias con transitorios desarbitrajes de rendimientos, y ganar por el margen de diferencia antes de que se arbitraran, tomando (al menos en teoría) muy poco riesgo de mercado. La cobertura requerida se puede obtener colocando fondos en una posición larga en un instrumento, y una posición corta en otro similar o en un derivado sobre el mismo, o con distintos títulos emitidos en distintas monedas (generalmente de gobiernos europeos). Caso contrario, la no diversificación de posiciones lleva a asumir riesgos no controlables.



La caída del LTCM se explica, justamente por la caída del valor de activos de su *poco diversificada* cartera de inversiones: a) acciones de empresas que cayeron en insolvencia luego de operaciones de fusiones o adquisiciones, y b) títulos de deuda de Rusia. El *default* de Rusia a mediados de agosto de 1998 significó una pérdida de US\$ 2.100 millones, y de la confianza de inversores que dejaron de prestarle dinero a LTCM. Así fue que este fondo no pudo entonces cancelar sus deudas en los mercados de futuros, debiendo liquidar activos para cancelar los *margin calls*, y esto precipitó en pocos días su caída<sup>26</sup>.

El *due diligence* que se llevó a cabo en septiembre reveló activos por US\$ 125.000 millones, fundamentalmente en derivados, y un capital propio de apenas US\$ 4.000 millones. Sin embargo el verdadero leverage fue muy superior a las 30 veces dado que la operatoria estaba registrada en cuentas de fuera de balance ("*off-balance sheet accounts*") estaba respaldada por un capital nocional de US\$ 1 billón. Esto es, un apalancamiento de casi **300 veces**. El fondo fue finalmente rescatado por sus bancos acreedores, aunque al cabo de un año dejó de existir. En gran medida fueron los que financiaron estas apuestas especulativas, contando con la ventaja de que la Reserva Federal sistemáticamente fue reduciendo el costo del crédito, incentivando estas apuestas especulativas en los mercados de crédito y de deuda. Ciertamente, no sería el único evento: la nueva desregulación financiera en marcha abonaría el terreno para la crisis financiera actual.

#### 4.e. George W. Bush: seguridad nacional e inseguridad financiera

El énfasis en la estrategia de apertura "amigable" conforme a las instituciones del capitalismo fue la base de la política exterior de Clinton, bien en línea con los conocidos 10 lineamientos del economista John Williamson o "Washington Consensus". Sin embargo, ese liderazgo de

26 Los principales perjudicados fueron el banco UBS, los propios dueños del LTCM, el Banco de Italia, Dresdner Bank, Sumitomo Bank, Liechtenstein Global Trust, Credit Suisse Financial Products, Merrill Lynch, Donald Marron (presidente del banco Paine Webber), Sandy Weill (co-CEO del Citigroup), ejecutivos de Mc Kinsey, Bear Sterns, Prudential Life, la Universidad de Pittsburgh, el fondo de la Universidad de St John, el Republic National Bank y los clientes del banco Julius Baer.

la mano de la expansión y difusión mundial del progreso tecnológico, la revolución informática y de los flujos financieros y comerciales, llegó a su fin a poco de iniciada la primera presidencia del republicano George W. Bush. El atentado contra las Torres Gemelas del 11 de septiembre de 2001 *cambió todo*. De una política aperturista para el movimiento de bienes, capitales y personas, se pasó a una línea bien alejada del "soft-power", a otra mucho más extrema que la seguida por Clinton en los ataques aéreos sobre Yugoslavia en 1998. Con la *excusa* de la "lucha contra el terrorismo internacional" se lanzaron los ataques militares más espectaculares y homicidas contra blancos civiles y militares en Afganistán (para supuestamente capturar a Osama Bin Laden), y en Irak (bajo la excusa de destruir arsenales de armas de destrucción masiva inexistentes). En pocas semanas se impusieron medidas extremas para ingreso de personas extranjeras y containers, restricciones varias para los viajes en aviones de aerolíneas comerciales, y restricciones al ingreso de mercaderías. Esto fue algo exacerbado hasta el año 2004 por el temor infundado al virus del ántrax, pero también por los atentados en Londres y Madrid. Esto provocó una reacción similar en la mayoría de los países del mundo, aumentando las trabas a la libre movilidad internacional de personas.

Consumada la ocupación militar de Afganistán e Irak, desde 2002 se observó un formidable aumento del gasto militar (como se observa en el Gráfico 4 de página 6) lo que en gran medida explica el salto formidable (y permanente) del déficit fiscal y del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos, al menos hasta diciembre de 2008<sup>27</sup>. En ese contexto, el crecimiento del PBI se pudo sostener ante el impulso del gasto militar y una política monetaria expansiva. De esa manera el incremento de la tasa de inflación, asociado al salto del precio del petróleo entre 2004 y 2005, y luego acompañado por el de las commodities en general (especialmente en el primer semestre del año 2008) no tuvo efectos recesivos. En gran medida esto se explica por el aumento del gasto público federal que en los 8 años bajo George W. Bush aumentó más de un 70%. A esto se sumaron varias reformas tri-

27 Ver gráficos 6 (página 10) y 8 (página 19).

butarias aprobadas por el Congreso que incrementaron notablemente el déficit fiscal:

- a) **Economic Growth and Tax Reconciliation Act (2001).** Costo fiscal US\$ 1,6 billones.
- b) **Job Creation and Worker Assistance Act (2002).** Costo fiscal: US\$ 1,6 billones.
- c) **Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (2003).** Costo fiscal: US\$ 70.000 millones.

Estas leyes establecieron por un plazo de 10 años un incremento en las deducciones para el pago de impuesto a la renta, eliminaron gravámenes sobre bienes raíces, y redujeron la alícuota del impuesto a la renta para las personas de más altos ingresos. Los resultados fueron evidentes en 2004, año en que se registró el menor nivel de recaudación tributaria desde 1959, y el desequilibrio fiscal no se revirtió. A su vez, el impacto esperado sobre el crecimiento económico y el empleo no se observó. Entre 2001 y 2008 la tasa de crecimiento promedio anual del PBI fue del 2,2%, *inferior al promedio del período 1930-2000, de 3,2% anual* y la tasa de desempleo promedio anual de la mano de obra se ubicó entre el 4,6% y el 6%, mientras que en la década previa había descendido ininterrumpidamente de 6,9% (año 1993) a 4,0% (año 2000). La deuda pública, a su vez, aumentó entre enero de 2001 y fin de 2008 un 88,97%, de 5,7 US\$ billones a US\$ 10,7 billones. Al igual que bajo la *Reaganomics*, las consideraciones militares y estratégicas alteraron la agenda de prioridades de manera *irreversible*. La atención prestada a América Latina se limitó al NAFTA y al Plan Colombia, y las relaciones con Europa del Este estuvieron condicionadas a la eventual ampliación de socios de la OTAN. En no pocos casos se han observado intervenciones en asuntos internos de otros países que han sido fracasos estrepitosos, como el intento fallido de derrocamiento de Hugo Chávez en Venezuela y la fracasada ayuda militar al intento del gobierno de Georgia de recuperar los territorios de Osetia del Norte, sofocado con una notable dureza por parte de las fuerzas militares de Rusia. Esto se reflejó en un

incruento permanente del gasto militar: George W. Bush terminó su gestión con un gasto militar por **US\$ 713.100** millones, esto es, el 49% del gasto militar de todo el mundo y 69% del de la OTAN.

En materia comercial, por el contrario, las empresas estadounidenses han estado muy activas con inversiones en la República Popular China. Gran parte de las empresas radicada en ese país exporta partes o utiliza partes fabricadas en China para luego reexportar bienes terminados o semiterminados a Estados Unidos. *Antes* de la reelección del presidente Bush (h.) en noviembre de 2004, el Subsecretario de Comercio comenzó a manifestarse a favor de imponer salvaguardas en caso de que las importaciones chinas sean fuente de perturbaciones en el mercado interno. A su vez, los industriales locales solicitaron al Congreso e EE.UU. medidas para limitar las importaciones de pantalones, camisas, y ropa interior de origen chino e iniciaron juicios contra importadores estadounidenses. A fin de 2004 la Corte de Comercio Internacional de los EE.UU. emitió una orden judicial exigiendo al Gobierno que no considere la petición por estar fundada en "amenazas" y no en perturbaciones reales. Sin embargo, la Casa Blanca optó por aplicar salvaguardias contra importaciones de textiles chinos en abril de 2005, y un mes después impuso cuotas de importación. Luego de protestas del gobierno chino, se sucedieron medidas de este tipo, pero las amenazas de investigaciones antidumping por parte de los EE.UU. quedaron en la nada. El gobierno chino había permitido el acceso de firmas estadounidenses a licitaciones o contrataciones directas. Desde entonces las autoridades de Beijing optaron por cerrar acuerdos con firmas europeas como represalia frente al proteccionismo de los EE.UU.. Al fin de su gestión, la administración de Bush (h.) dejó a su país con un déficit comercial récord, donde el saldo neto negativo en el intercambio con la República China es la balanza comercial equivale a un tercio del déficit comercial estadounidense:

**Cuadro 4: Exportaciones e importaciones de los Estados Unidos  
(en US\$ millones). Año 2008**

País		País		Total exportado	Total importado	Saldo
Total comerciado (exportaciones + importaciones)						
1	Canadá	596.935	Canadá	261.380	335.555	-74.175
2	China	409.247	China	71.457	337.790	-266.333
3	México	367.454	México	151.539	215.915	-64.376
4	Japón	205.827	Japón	66.579	139.248	-72.669
5	Alemania	152.285	Alemania	54.732	97.553	-42.821
6	Reino Unido	112.394	Reino Unido	53.775	58.619	-4.844
7	Corea del Sur	82.883	Corea del Sur	34.807	48.076	-13.269
8	Francia	73.184	Francia	29.187	43.997	-14.810
9	Arabia Saudita	67.264	Arabia Saudita	12.478	54.786	-42.308
10	Venezuela	64.012	Venezuela	12.611	51.401	-38.790
11	Brasil	63.369	Brasil	32.910	30.459	2.451
12	Taiwan	61.606	Taiwan	25.279	36.327	-11.048
13	Holanda	61.363	Holanda	40.223	21.140	19.083
14	India	44.429	India	18.667	25.762	-7.095
15	Malasia	43.703	Malasia	12.963	30.740	-17.777
16	Nigeria	42.170	Nigeria	38.068	4.102	33.966
17	Irlanda	40.221	Irlanda	8.653	31.568	-22.915
18	Israel	36.820	Israel	14.486	22.334	-7.848
19	Tailandia	32.615	Tailandia	9.067	23.548	-14.481
20	Irak	24.202	Irak	2.123	22.079	-19.956
Total		3.400.930	Total	1.300.498	2.100.432	-799.934

Unión Europea	642.437	Unión Europea	274.510	367.927	-93.417
ASEAN	178.312	ASEAN	68.151	110.161	-42.010

Fuente: U.S. Department of Commerce. Census Bureau, Foreign Trade Division.

## 5. La crisis "subprime"

### 5.a. El fracaso desregulatorio

Los desequilibrios en el intercambio de bienes y servicios con el resto del mundo, no han sido insignificantes. Pero aun así, han sido los desequilibrios *financieros* los que han puesto a la economía estadounidense al borde de de una Gran Depresión.

Para entender los antecedentes de esta crisis hay que remontarse a 1996. En ese año la Securities Exchange Commission (autoridad de aplicación para los mercados de capitales de EE.UU), autorizó la emisión de un tipo particular de *Mortgage Backed Securites* (MBSs, activos garantizados por hipotecas): los llamados *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) -en castellano: obligaciones garantizadas con deudas. Estos son garantizados por otros títulos de deuda, de modo que se permitió a partir de ese año la emisión de CDOs garantizados por paquetes de títulos hipotecarios<sup>28</sup>, tanto los convencionales MBSs de alta calidad crediticia, como los títulos garantizados por hipotecas de menor probabilidad de repago, los llamados *Collateral Mortgage Obligations* (CMOs) -obligaciones garantizadas por hipotecas-. Al tener menor calificación de riesgo también se las llamó "subprime".

Tres años después, en noviembre de 1999, ambas cámaras del Congreso de los EE.UU aprobaron la *Ley de Modernización de Servicios Financieros* impulsada por los legisladores Phil Gramm, Jim Leach y Thomas Billey<sup>29</sup>. La misma derogó los artículos de la Ley Glass-Steagall, de 1933, que impedían a los bancos comerciales fusionarse, ser absorbidos o comprar bancos de inversión. Además abrió la posibilidad de constituir holdings para ofrecer servicios de banca comercial, banca de inversión y seguros<sup>30</sup>.

De esta manera, se constituyeron holdings financieros con unidades de negocios rígidamente reguladas por la FED según los criterios de Basilea (banca comercial), y la autoridad de supervisión de seguros para esa línea de actividad, con otras reguladas por la Stock & Exchange Commission (SEC). También se le permitió a la banca co-

28 Para ver en mayor detalle la variedad e intrincada ingeniería detrás de la emisión y reempaquetamiento de CDOs, ver Gorton (2008).

29 Phil Gramm es senador republicano por Texas, fuertemente alineado con la familia Bush y John McCain. Jim Leach es republicano, miembro de la Cámara de Representantes, por el estado de Iowa. Thomas Billey, republicano, fue miembro de la Cámara de Representantes por el estado de Virginia.

30 Consecuencias inmediatas: permitió legalizar la fusión de Citibank con la aseguradora Travelers Group bajo el nombre comercial de Citigroup habilitado a ofrecer servicios de banca comercial, de inversiones, *underwriting* de títulos y emisión de pólizas de seguros. El Travelers Group a su vez, provenía de la fusión de Smith-Banay, Shearson, Primerica y Travelers Insurance Corporation.

mercantil incurrir en inversiones riesgosas, no informándolas debidamente a la Reserva Federal como parte del patrimonio de la unidad de negocio, y sin constituir capitales mínimos. El *atajo legal* previsto para colocar fondos en inversiones riesgosas ha sido el de registrarlas en cuentas "fuera de balance": las llamadas "*off-balance sheet accounts*". La práctica habitual en muchos países es computar allí las posiciones sobre pasivos contingentes emergentes de cartas de crédito, compromisos a préstamos, futuros, forwards, derivados, depósitos de clientes en un fondo mutuo perteneciente al mismo banco. Sobre el saldo de estas cuentas no existen exigencias de capitales mínimos, de modo no están bajo el escrutinio de los inspectores de las superintendencias de entidades financieras. Esto es, por consiguiente, un incentivo deliberado a colocar fondos en posiciones riesgosas. También se sumó, en la práctica, la laxitud de las autoridades de supervisión en los Estados Unidos (como se ha comprobado en los últimos dos años) respecto del cómputo de parte de los préstamos hipotecarios como "*off-balance sheet accounts*".

Adicionalmente, en el año 2000 los legisladores de ambos partidos agregaron a la ley ómnibus de *Ampliación de Gasto* una cláusula (bastante ignorada casi hasta el presente) que desreguló totalmente el mercado de los *Credit Default Swaps*<sup>31</sup>, permitiendo expandir el mercado de estos contratos. Esta reforma (que como la anterior, contó con el apoyo de Alan Greenspan, titular de la Reserva Federal) permitió a los bancos de inversión y los hedge funds contar con un seguro casi irrestricto contra default para los instrumentos de deuda sintética (bonos con derivados). Peor aún, permitió a los municipios emitir títulos exentos de impuestos, de manera que las calificadoras de riesgo les asignaron siempre la nota AAA, por el hecho de ser emitidos con *Credit Default Swap*.

31 *Credit Default Swaps* son contratos de seguros contra el incumplimiento de emisores de títulos de deuda. Opera como una póliza de cobro contingente ante la ocurrencia del evento de no pago al tenedor asegurado por este seguro contra riesgo crédito. El comportamiento temerario irrestricto y sin regulación llevó que los bancos de inversión colocaran deudas garantizadas por sus propias hipotecas, aseguradas por aseguradoras del propio holding financiero. Ciertamente una forma de fraude a los inversores, ya que en definitiva no significa otra cosa que el asegurador contra riesgo de default sea el mismo sujeto que pueda cometer el default. Llamativamente, la insistencia casi en soledad de George Soros de prohibir este tipo de contrato financiero sigue siendo desoída prácticamente en todo el mundo.



De esta manera *se incentivó otra burbuja de endeudamiento*: la de los municipios estadounidenses.

Tanto los **CDOs**, como los **CMOs** y los bonos municipales pasaron repentinamente a recibir calificaciones "*investment grade*" aun cuando sus emisores **no contaban con activos líquidos** para responder ante los bonistas, pues se tomaba como "buena" e "irrestricada" la cobertura se garantiza con **Credit Default Swaps**. De ese modo se permitió legalmente la libre compraventa de estos contratos, sin supervisión alguna de las aseguradoras y bancos de inversión que venden estos seguros de crédito (o sea seguros contra default). Inclusive se permitió así su otorgamiento sin contar con el más mínimo capital líquido para respaldar las pólizas otorgadas. De esta manera, los bonos estructurados, que *no son otra cosa que derivados*, aun sin estar 100% respaldados por fondos líquidos, recibieron calificación "*investment grade*". De esa forma se colocaron entre inversores de baja preferencia por el riesgo y sin acumulación de pagos en el corto plazo: fondos de pensión, compañías de seguros de vida, y de seguros de vida con capitalización.

### 5.b. Incentivos al endeudamiento y fragilidad financiera generalizada.

A partir de 2001 la Reserva Federal aplicó una política monetaria expansiva, haciendo caer la tasa de Fondos Federales del 6,5% casi uniformemente hasta el 1,52%<sup>32</sup>. Esto incrementó el stock de préstamos hipotecarios a individuos de ingresos y patrimonio incierto con una baja tasa (2% a 4% anual) en los primeros 2-5 años, y tasa variable a posteriori (en general ajustada por rendimientos de índices financieros que han subido más que la inflación). De este modo el incentivo a los bancos a conseguir clientes pidiendo tasas activas inicialmente bajas atrajo numerosos clientes para préstamos hipotecarios y prendarios, y descubierto con tarjetas de crédito. Otros factores que coadyuvaron a crear esa atmósfera de entusiasmo fueron los siguientes:

<sup>32</sup> Transitoriamente, los días 18 y 19 de septiembre, la Fed Funds efectiva cayó a 1,25% y 1,19%, respectivamente.

- a) Alan Greenspan con sus discursos, predicando a favor del endeudamiento hipotecario a tasas variables (a sabiendas de la tendencia ascendente de la inflación).
- b) El Congreso de Estados Unidos y Bush presionando ("*persuasivamente*") a los bancos comerciales para prestar a deudores de bajos ingresos,
- c) Incentivos al endeudamiento privado por parte de los emisores de tarjetas de crédito (según estimaciones de la Fed, en 2007 el pasivo por descubiertos de tarjetas de crédito superaba los **US\$ 880.000 millones**)
- d) La creación (*con el visto bueno de las autoridades*) de emisión de títulos hipotecarios a ser reempaquetados y vendidos en EE.UU. y en el exterior, con calificación de riesgo calificada como "*investment grade*".
- e) Desarrollo de hipotecas a tasa variable ("**Adjustable Rate Mortgages**", o **ARMs**) y contratos de diverso tipo atados a esas hipotecas: **Option ARMs, no-doc loans, negative amortization loans, 100% Financing loans, y teaser loans**. Estos productos exóticos fueron utilizados por personas de clase media para cambiar sus casas adquiriendo viviendas a personas de altos ingresos, que a su vez, se endeudaban para comprar millonarias mansiones. En menos de cinco años los precios de las casas se duplicaron, en promedio, prácticamente en todos los estados, pero no todos los deudores pudieron contar con un incremento de ingresos superior al incremento de la carga de la cancelación de los préstamos bancarios obtenidos<sup>33</sup>.

El "efecto riqueza" fue inmediato: desde 2003 hasta el presente se expandió fuertemente la demanda de crédito para compra de bienes durables, lo que alentó la demanda de consumo suntuario, y de servicios, llevando a cierta sobreexpansión en servicios privados que probablemente deberán sufrir dolorosas reestructuraciones (caso de cadena de

33 Agencias periodísticas y consultores privados coinciden en señalar que a marzo de 2009 los mayores índices de morosidad se registran en los estados de California, Florida, Nevada, Arizona y Michigan, y que los mayores aumentos de vasos de mora por 90 o más días se estarían registrando, en Louisiana, Nueva York, Georgia, Texas y Mississippi. .

*comidas rápidas y restaurantes*, por ejemplo). General Motors, Ford y Chrysler, a su vez, se lanzaron a ofrecer unidades 0 km. en cuotas otorgando créditos a tasa de interés del 0%, y los bancos de inversión desarrollaron todo tipo de derivados y bonos con derivados (por ejemplo, los llamados **Synthetic CDOs**) que se vendían a plazo, ofreciendo créditos a bajas tasas de interés. Es ahí cuando comenzaron a proliferar aseguradoras especializadas en vender pólizas de seguros de crédito para los participantes en estos mercados: las llamadas "**monoline**".

Así como los bancos comerciales trataban de captar individuos para que tomen créditos a tasas bajas, pero variables, los bancos de inversión desarrollaron un nuevo instrumento a tasa variable para atraer a municipios, universidades y empresas de servicios: los **Auction Rate Securities (ARSs)**. Estos son obligaciones a 20-30 años a tasa de interés variable o acciones preferidas que pagan dividendos en efectivo. Es rentable se ha venido fijando y modificando en subastas cada 7, 14, 28 o 35 días, según el título de deuda. A través de este mercado, las principales empresas de servicios públicos y privados, y gobiernos municipales de EEUU lograron captar fondos provenientes de los excedentes financieros de grandes empresas y fondos de inversión. Originariamente surgió para permitir el acceso a liquidez por parte de empresas que a su vez financiaban proyectos de municipios, pero los emisores de esta deuda han sido en su mayoría municipalidades, fondos que conceden préstamos a estudiantes, museos y universidades.

La colocación requiere la existencia de suficientes ofertas para una tasa igual o inferior a un máximo previsto en el prospecto del título. Cuando no hay ofertas ni a la mínima tasa propuesta en la subasta, la misma "fracasa": el colocador solo lo puede hacer a la máxima tasa prevista en el prospecto que puede ser un nivel fijo (generalmente entre 10% y 15%), o pagando una tasa variable por ejemplo LIBOR a 30 días, pero multiplicada *por un factor de 1,5*. Para los inversores le ha dejado, en promedio un rendimiento siempre superior al de los certificados de depósito y al de cuota partes en fondos de *money market*. El total de títulos emitidos en dicho mercado ascendía al primer trimestre de 2008 a unos US\$ 325.000 millones.

Las subastas de ARS permitían determinar las tasas de mercado para

estos instrumentos y los principales compradores participaban financiándose con crédito bancario. El atractivo de este mercado venía dado por el hecho de que el banco que no lograba colocar el título en una subasta podía esperar a la siguiente subasta, y preservar así su posición de liquidez y prestar a otros inversores. A partir de 2005 las principales firmas contables y de auditoría reclasificaron el registro contable de estas inversiones: en lugar de ser computadas como activos equivalentes a caja, pasaron a registrarse como inversiones de corto plazo. Esto desincentivó el uso de este instrumento, especialmente después de que en el año 2006 la SEC multó a 15 intermediarios por supuesta manipulación de los procesos de subastas de estos activos. Para evitar la caída de este mercado, los bancos de inversión comenzaron a intentar vender estos títulos a clientes individuales.

La contracción del volumen de crédito desde febrero de 2008 aceleró la retirada de los bancos de este mercado, desapareciendo la liquidez necesaria para las subastas diarias. Al retirarse los bancos, desapareció la liquidez para los habituales *deudores* en este mercado, donde las subastas diarias han sido en los últimos años entre US\$ 15.000 y US\$ 25.000 millones. A principios de febrero de 2008, grandes entidades como UBS y Merrill Lynch se negaron a seguir participando en este mercado. En la subasta del 12 de febrero de 2008 la **Autoridad del Puerto de Nueva York** tuvo que pagar una tasa del **20%** (en la licitación inmediata anterior había pagado el 4,3%) por una deuda no refinanciada de **US\$ 100 millones**. Adicionalmente, el banco Goldman Sachs se negó a asumir el pago de compromisos no escritos, y esto exacerbó la aversión al riesgo de los demás participantes. En la tercera semana de febrero todos los grandes bancos (Merrill Lynch, UBS, Citigroup) se negaron a seguir operando en este mercado.

De esta manera, el escenario para los deudores netos de este mercado cambió radicalmente: debieron pagar mayores tasas hasta que en nuevas subastas aparezcan otros compradores, dado el riesgo de tener que salir a buscar financiamiento por otras vías. Ya en la segunda quincena de febrero de 2008 el 80% de las subastas de estos bonos no obtu-

vieron suficientes ofertas, y los tenedores de **ARS** comenzaron a computar pérdidas por no encontrar compradores para sus papeles, y así refinanciar sus pasivos. Consecuencia inmediata: paralizó las subastas de ARS patrocinadas por grandes empresas, de bonos municipales, de acciones preferentes, y también de títulos securitizados con préstamos para estudiantes, y de obligaciones garantizadas por grandes bancos. ***El segmento más golpeado fue entonces el de los bonos municipales.*** Luego del colapso de este mercado en febrero de 2008, muchos emisores optaron por convertir sus ARSs en bonos sintéticos a tasa variable con opciones de venta (*put*) incorporadas. A octubre de 2008 quedaban circulando bonos municipales de este mercado por US\$ 81.000 millones, y ante el fracaso de estas subastas, de acuerdo a las condiciones de emisión de estos títulos muchos emisores han debido pagar tasas de hasta el 175% anual para refinanciar sus pasivos. Aparte de los municipios, otros entes endeudados en ARSs muy afectados por el colapso de febrero de 2008 han sido la Georgetown University (en 2007 emitió seis series de deuda en este segmento por **US\$ 115 millones**, y debió refinanciarla a tasas no menores al 15%), y la Universidad de Medicina y Odontología de Nueva Jersey<sup>34</sup> (endeudada en ARSs a 10 años desde 2001 por **US\$ 37,7 millones**).

El colapso del mercado de ARSs impactó directamente sobre las principales aseguradoras de inversiones de bonos conocidas como ***"monoline"*** (AMBAC, MBIA y ACA Capital) que debieron responder por la mora en los pagos por títulos de deuda en default (alrededor de US\$ 2,4 billones de títulos de deuda pública y privada ya en febrero del año pasado). Esas aseguradoras comenzaron garantizando con sus seguros el repago de deuda pública de condados e instituciones municipales, pero desde el 2003 han vendido Credit Default Swaps para emisiones de bonos estructurados de empresas privadas. Los bancos por su parte, fueron acumulando las inversiones en estos activos riesgosos en cuentas "fuera de balance" (*"off-balance sheet accounts"*). Sólo en el último trimestre de

<sup>34</sup> La refinanciación de este pasivo se complicó seriamente para esta Universidad porque el agente colocador era Lehman Brothers, banco que quebró en septiembre pasado. Finalmente debió acudir en su ayuda la New Jersey Educational Facilities Authority y el banco Morgan Stanley (Ver Ackerman [2008]).

2007 AMBAC había tenido pérdidas por US\$ 3.300 millones y ACA Capital US\$ 5.000 millones por la crisis *subprime*. El alerta de bajas en sus calificaciones de riesgo se disparó cuando Fitch anunció dicho descenso para la calificación de AMBAC, que se negaba a buscar aportes de capital para afrontar sus compromisos. Ante el temor de que esa baja dispere una venta masiva de bonos, los principales directivos de Goldman Sachs, Merrill Lynch, JPMorgan, Citigroup y Wachovia coordinaron en febrero de 2008 un aporte de US\$ 1.500 millones para las "*monoline*".

### 5.c. Crédito fácil y prácticas temerarias

En términos generales, esta crisis fue en gran medida alimentada también por políticas monetarias predominantemente expansivas en la mayor parte del mundo:

- a) En los países desarrollados, principalmente en Estados Unidos para sostener la expansión de la demanda vía inversión en viviendas y el consumo de las familias.
- b) En los países no desarrollados, fundamentalmente en dos grupos de países:
  - I. Los que han mantenido su tipo de cambio relativamente fijo en relación al dólar, desistiendo de toda forma de control monetario rígido o de alguna variante de "inflation targeting" (países del Golfo Pérsico, y algunos casos "raros" de tipo de cambio semi-fijo como Argentina), y
  - II. Los que han ido apreciando su moneda luego de mantenerla fuertemente devaluada en la década anterior para preservar la expansión de su mercado interno, sin descuidar el fomento a sus exportaciones con incentivos fiscales (como China o Brasil).

La expansión monetaria de los países desarrollados alentó una inusitada expansión de préstamos hipotecarios gracias a la baja sostenida del costo de financiamiento y al aporte de fondos de inversión y fondos pa-

is (soberanos, fundamentalmente de países árabes y de la República Popular China) que han invertido sus recursos tanto en MBSS, como en futuros sobre commodities, provocando una simultánea burbuja en los mercados de materias primas, y exacerbando el recalentamiento inflacionario.

El principal impulso vino determinado por la conducción de la Reserva Federal de los EEUU que rápidamente hizo bajar la tasa objetivo de política monetaria (*Target Fed Funds Rate*) de 6,5% en mayo de 2000 a 1,25% en noviembre de 2002, y a 1% en mayo de 2003. De esa forma hizo bajar la *Fed Funds Rate efectiva*, de mercado, desde 6,04 % en marzo de 2000, llegando a 7,03% en julio de ese año, y cayendo desde entonces a 1,16% a fin de 2002, hasta perforar el "piso" de 1% en varias oportunidades entre julio y diciembre de 2003<sup>35</sup>. Esto refleja una política monetaria deliberadamente expansiva con dos objetivos: a) facilitar la reparación de las pérdidas luego de la "pinchadura" de la burbuja "punto com" y del episodio del 11-S, y b) alentar la expansión de préstamos hipotecarios y el financiamiento de negocios inmobiliarios a costos cada vez más bajos, sin una evaluación rigurosa del riesgo de contraparte. Así fue que a la par de la rebaja impositiva para los sectores de más altos ingresos, la política de Alan Greenspan entre 2002 y 2004 fomentó una fuerte expansión del crédito bancario, en gran medida en contradicción con los principios de fraccionamiento de riesgo y prudencia crediticia recomendados por el Comité del Banco de Basilea (Suiza) y por la propia Fed para el resto del mundo.

De esa manera el gobierno de EEUU promovió la expansión de la demanda de viviendas, alimentando en 2006 y 2007 las presiones y expectativas inflacionarias ante el creciente déficit fiscal y la suba de los precios de los combustibles y de la energía. Varios autores, además, han advertido que los precios de las viviendas en Estados Unidos son más bien volátiles. Dado que además se tratan de los activos que representan la mayor parte de la riqueza real de las familias, las fluctuaciones de sus valores de mercado tienen una repercusión directa y significativa sobre el resto de la economía<sup>36</sup>.

35 Previamente, a fin de 2001 a 1,66%.

36 Ver Allen, Franklin, Michael K.F. Chui, y Angela Maddaloni (2004).



Diversas estimaciones privadas sugieren desde el año 2007 que una creciente cantidad de familias que compró sus viviendas en los ya elevados precios de 2006 y desde los primeros meses de 2007 tienden a incurrir en insolvencia (esto es, patrimonio neto negativo y de manera permanente)<sup>37</sup>. En los casos de cesación de pagos, los bancos comenzaron a ejecutar las viviendas y cobrar lo posible vía remate judicial. Este problema se ha venido agravando porque de acuerdo a la Reserva Federal el 40% de los estadounidenses gastan montos superiores a sus ingresos. La agencia Carddata, a su vez, informó en marzo de 2008 que para el primer trimestre de 2008 una familia promedio tenía una deuda por tarjeta de crédito de US\$ 9.840, casi 4 veces la registrada en 1990, pagando una tasa de interés promedio de 19%. Claramente, la contracción en la liquidez que ha desacelerado la economía, implica mayor probabilidad de desempleo. Si quien pierde su empleo es una familia endeudada, de bajo ingresos, o bajo nivel de ahorros acumulados, el no pago de las cuotas de los préstamos es inevitable.

La acumulación de quebrantos en el mercado hipotecario no empezó en el año 2007 sino dos años antes, pero es a partir de agosto de ese año en que se torna visible la acumulación de carteras incobrables, tornando inevitable el corte de crédito. Esto arrastró a los inversores "de aire" (*short selling*) en todos los mercados de capitales, precipitando la venta de activos de todo tipo para desarmar posiciones "apalancadas" con deuda, y recuperar stocks mínimos de liquidez. En agosto de 2007 los Mortgage Backed Securities comenzaron a recibir reducciones en sus calificaciones de riesgo, y los principales tenedores de los mismos a negarse a refinanciarlos, especialmente los de menores calificaciones por estar garantizados por préstamos otorgados a deudores hipotecarios con baja probabilidad de recupero (los llamados "*subprime*"). A esto también coadyuvó una conducta fraudulenta bastante generalizada que de acuerdo a la calificadora de riesgo Fitch, mostraba tan sólo en una muestra de préstamos originados en el año 2006, los siguientes síntomas:

<sup>37</sup> Véase punto e) de sección 5.b. ut supra.

- a) información *falsa* sobre ocupantes de la vivienda a adquirir,
- b) información *no debidamente corroborada* sobre los antecedentes de los deudores en los informes de las agencias de informes comerciales ("*credit bureaus*"),
- c) cálculos incorrectos de la relación cuota de deuda / ingresos,
- d) número sustancial de compradores de su primera vivienda con datos de ingresos y de conducta crediticia altamente cuestionables.

A esto se sumó también la laxitud de la normativa de compraventa de viviendas que permite la reventa de viviendas antes de que el sujeto de crédito haya cancelado totalmente su préstamo, o su refinanciamiento antes de la cancelación de la deuda hipotecaria. Esto incentivó una conducta temeraria de las familias, con total complacencia de los bancos y de las autoridades: comprar viviendas como una inversión de corto plazo, con deuda, con la expectativa de una suba sustancial de su valor. De observarse dicha suba, precancelar la deuda previa, pero simultáneamente tomar más deuda y comprar más metros cuadrados. La falta de control de la veracidad de la información de los ingresos quedó en evidencia cuando se revirtió la suba de los precios de las propiedades, y los casos de incumplimiento y fraude de los clientes forzó a los bancos a asumir las pérdidas, y a ejecutar las viviendas de sus deudores. Como bien lo ha destacado la agencia Fitch, el origen de la crisis *subprime* se resume en la combinación de regulaciones poco rigurosas, y falta de control para evitar el fraude generalizado.<sup>38</sup>

### 5.d. La caída

La acumulación de incobrables y pérdidas de los bancos comerciales comenzó a impactar en los bancos de inversión por los múltiples cana-

38 Ver Fitch (2007). Un síntoma claro de hasta qué punto llegó el "jubileo" que a la clientela típica buscada por el sistema financiero estadounidense se los ha llamado vulgarmente deudores "NINJA" (No Income, No Job, no Assets), o sea personas sin ingresos, trabajo ni activos. Una consecuencia esperable, es la opacidad informativa sobre la real situación de deudores endeudados, y en no pocos casos de la situación de dominio de propiedades. En cierto modo podría explicar la relativamente lenta activación de la demanda por propiedades a precio de liquidación en remates judiciales.

les de especulación con derivados presentados en las secciones anteriores. La banca comercial justamente era la raíz del problema y ante la inacción de las autoridades, se sucedían quiebras cada vez más frecuentes:

- a) Mayo de 2006: Merit Financial Inc. .
- b) Enero de 2007: Ownit Mortgage Solutions Inc.
- c) Febrero de 2007: Mortgage Lenders Network U.S.A. Inc. y ResMae Mortgage Inc.,
- d) Abril de 2007: New Century Financial Corp., SouthStar Funding LLC y Sharebuilders Federal Credit Union.
- e) Julio de 2007: quiebran dos fondos del banco de inversión Bear Sterns<sup>39</sup>.
- f) Agosto de 2007: Homebanc Mortgage Corp.,<sup>40</sup>
- g) Septiembre de 2007: Netbank.
- h) Octubre de 2007: Miami Valley Bank.
- i) Noviembre de 2007: Green Tree Credit Union y Huron River Credit Union.
- j) Enero de 2008: Norlarco Federal Credit Union y Douglass National Bank.
- k) Marzo de 2008: Hume Bank y Bear Sterns
- l) Abril de 2008: New Century Financial Corp.
- m) Mayo de 2009: St. Luke Baptist Federal Credit Union, ANB Financial, Father Burke Federal Credit Union, y First Integrity Bank NA Staples MN.
- n) Junio de 2008: First Heritage Bank.

La tardanza de reacción de las autoridades no hizo si no agregar más incertidumbre. A esto coadyuvó el hecho de que a diferencia de ciertas expresiones de funcionarios y "expertos", ha sido una crisis que se ha desarrollado desde el inicio a una velocidad relativamente baja. Sus movimientos han sido secuenciales y bien podrían haberse contrarres-

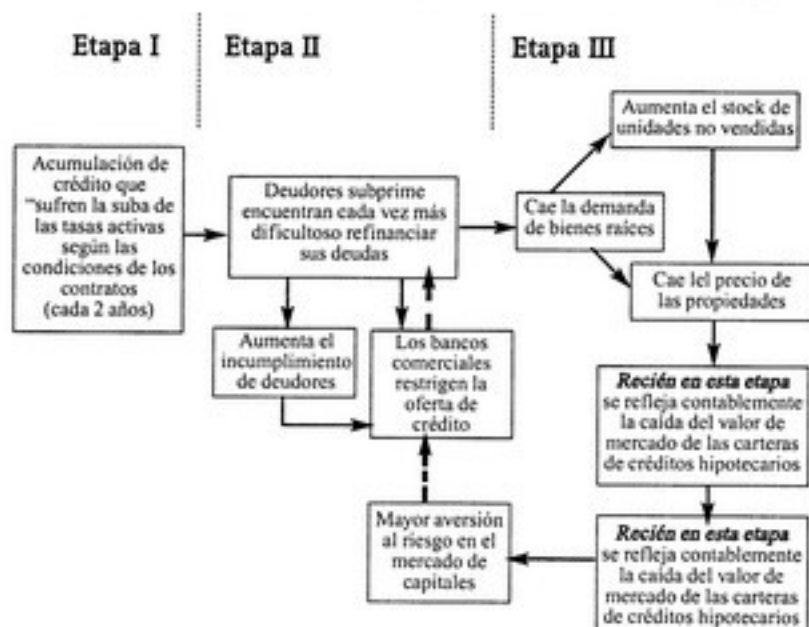
---

<sup>39</sup> De ese banco provenían el Secretario del Tesoro Henry Paulson y otros ex funcionarios de la administración Bush Jr.

<sup>40</sup> En ese mes American Home Mortgage no devolvió depósitos a sus titulares.

tado con medidas preventivas en tiempo y *a tiempo*, como lo muestra el siguiente diagrama:

Figura 1: Secuencia de la crisis a partir de las hipotecas "subprime"



Nota:

Las flechas de línea llena "→" indican el impulso inicial de la secuencia de eventos.

Las flechas de línea discontinua "---->" indican el efecto de retroalimentación, que reinicia el ciclo bajista.

Fuente: elaboración propia en base a Weaver (2008).

Recién en noviembre de 2007 el Congreso aprobó una ley que impone un mínimo de responsabilidad patrimonial a los generadores de préstamos hipotecarios. El mes siguiente George W. Bush anunció un plan

de ayuda para deudores hipotecarios sin capacidad de pago de sus cuotas a tasa variable. Esto incluyó el congelamiento de las tasas de interés por 5 años para refinanciar préstamos *subprime*. A su vez, el 12 de diciembre de 2007 la **Reserva Federal** creó una Facilidad de Subastas a Plazo (**Term Auction Facility -TAF-**) para que los bancos obtengan fondos de la FED va acuerdos de recompra contra cualquier tipo de activo. También aprobó un acuerdo de swaps cambiarios por hasta 6 meses para proveer liquidez **por US\$ 20.000 M al Banco Central Europeo y US\$ 4.000 M al Banco Nacional de Suiza.**

Estas medidas resultaron insuficientes y grandes bancos de inversión debieron solicitar fuentes de financiamiento en terceros países. Un ejemplo típico es el caso de Morgan Stanley, que debió recurrir al aporte de US\$ 5.000 millones de un fondo soberano del gobierno chino para aliviar su faltante de fondos líquidos. Además, recién en febrero de 2008 se reunieron en Holanda funcionarios de la SEC y de la Unión Europea para acordar el inicio de negociaciones para tratar de armonizar las regulaciones de mercados de capitales de Estados Unidos y de Europa.

Las autoridades de Washington nuevamente tardaron en reaccionar frente a los problemas de liquidez cada vez más generalizados. Recién en marzo de 2008, luego del temblor provocado por el colapso de las ARSs y su impacto en las "monolines", la Reserva Federal inició la emisión de unos US\$ 200.000 millones vía pases contra títulos hipotecarios con garantía AAA y letras a 28 días. Igualmente fue insuficiente: no se pudo evitar la caída de Bear Sterns. Si bien este banco fue rescatado vía una compra por el banco JP Morgan Chase, la operación se hizo a valores extremadamente bajos, y quedó la percepción en los mercados de capitales que el dinero fue puesto en última instancia por la Reserva Federal.

El clima bajista no se detuvo, y esa dinámica se aceleró tanto por las quiebras como por la ocurrencia de eventos nada auspiciosos. En mayo de 2008 una investigación de Financial Times descubrió el otorgamiento incorrecto de calificación AAA por parte de la calificadora Moody's a títulos y contratos complejos emitidos por miles de millones de dólares. Apparently la razón estuvo en un problema en los sistemas de

computación a principios de 2007, pero las autoridades de Moody's recién lo corrigieron en enero de 2008, pero sin informarlo a los mercados. Debieron reconocer que se calificaron equivocadamente **títulos estructurados con derivados por hasta US\$ 4.000 M**, lo cual exacerbó la desconfianza ya generalizada. Unas semanas después debió hacer lo mismo Standard & Poor's y la SEC debió iniciar una investigación. A su vez, cuando las calificadoras Standard&Poor's baja la calificación de AAA a AA a las principales aseguradoras "*monoline*" MBIA y AMBAC comienza una huida de los inversores con posiciones en *Credit Default Swaps* que obliga a reconocer pérdidas millonarias a bancos con alta exposición en esos contratos (Citigroup, UBS y Merrill Lynch).

En junio la Reserva Federal y el Tesoro debieron anunciar la provisión de fondos a las afianzadoras paraestatales del mercado hipotecario Fannie Mae y Freddie Mac. En los mercados de capitales se estimaba en esos días que dicha inyección no podría ser inferior a los **US\$ 75.000 M** para al menos atenuar una nueva ola de aumento de deudores hipotecarios incobrables, que haría caer a cero el precio de mercado de numerosas series de bonos securitizados. El temor aumentó cuando se conoció que **la Cámara de Representantes aprobó rápidamente un paquete de asistencia del Tesoro a ambas afianzadoras por hasta US\$ 300.000 millones**. La Reserva Federal, a su vez, debió anunciar tres nuevas fuentes de liquidez para los "*market makers*" (bancos de inversión con los que opera la Fed de Nueva York): 1) préstamos a 3 meses, una facilidad (emisión) para adquirir títulos en subastas públicas, y 3) préstamos de dinero y de títulos del Tesoro hasta el 30/09/2009. Sin embargo ya era tarde: la corriente vendedora en los mercados de activos no se detuvo y a fin de agosto se conoció la noticia de que entre julio y agosto el Bank of China había iniciado la reducción de sus tenencias de deuda de Fannie Mae y Freddie Mac (**US\$ 4.600 millones**). Ambas agencias se declararon insolventes el 7 de septiembre. El Tesoro les inyectó igualmente **US\$ 200.000 millones**, pero cundió el temor por el default de *Credit Default Swaps* por una suma superior a los **US\$ 500.000 millones**.

El pánico en el mercado de activos se exacerbó aún más y llegó a su

máximo cuando el 15 de septiembre se conoce el fracaso de las negociaciones de funcionarios de Lehman Brothers para vender la entidad al Bank of America quien opta por comprar a Merrill Lynch. Lehman Brothers pide entonces la quiebra. El Tesoro convocó rápidamente a Barclays y Nomura para adquirir sus activos, dado que se negó a rescatar a esta entidad. A la quiebra de Lehman siguió la baja de la calificación de riesgo de la aseguradora AIG (la más grande del mundo). Esto obligó a AIG a pedir la quiebra, lo que a su vez puso a los mercados de capitales de todo el mundo en estado de pánico. El Tesoro optó ahí sí por tomar posesión del 70% de sus acciones, e inició una serie de intervenciones de bancos centrales y autoridades fiscales de todos los países desarrollados que dieron cierta calma a los mercados hasta enero, en que se reanudó la corriente de bajas persistentes en acciones, títulos privados y otros activos de riesgo y una "fuga" fundamentalmente hacia dólares, Letras del Tesoro de Estados Unidos y oro, que continúa hasta el presente.

En octubre pasado el Congreso aprobó un plan de auxilio con fondos fiscales ("T.A.R.P.") por **US\$ 700.000 M.** para compra de activos de entidades financieras en problemas, y **elevó el techo para garantía de depósitos de US\$ 100.000 a US\$ 250.000.** Sin embargo, en noviembre el Secretario del Tesoro Paulson anunció la no utilización del plan de rescate de **US\$ 700.000 M** para recompra de créditos incobrables de los bancos. Al exacerbar así más el pesimismo y la escasez de crédito, **dos días después la Reserva Federal debió anunciar un inyección de US\$ 600.000 M para compra de bonos garantizados por hipotecas, y otros US\$ 200.000 millones a los bancos, para reactivar el crédito de consumo.** En diciembre también la Reserva Federal dejó entrever a la prensa el estudio de la viabilidad de reformas legales que le permitan emitir deuda por primera vez en la historia. Nada cambió y la propia Fed se ha visto obligada a reducir la tasa de Fondos Federales a "un intervalo" **entre 0 y 0,25% anual,** lo que significó la admisión de la incapacidad al menos en el corto plazo de la política monetaria de influir en las decisiones de cartera del sector privado y en sus expectativas.

Estos fenómenos no ocurrieron de un día para otro. Se han venido



deslizando gradualmente, junto a las protestas por los abusos en las acciones de las fuerzas armadas estadounidenses en Irak y los desaciertos en política exterior de George W. Bush en su segundo mandato. La evidente pérdida de liderazgo y externo del entonces Presidente de EE.UU. no alteraron el inconsciente colectivo, sino el empeoramiento de la percepción de bienestar heredada de la gestión Clinton. De ahí que la búsqueda de un cambio comenzara a ser evidente en la creciente aparición de expresiones periodísticas y artísticas en contra de George W. Bush. Eso fue muy notable en el año 2008: durante los meses de la interna ("caucus") del partido Demócrata, los discursos y votos obtenidos por sus dos precandidatos concentraron más atención periodística que las decisiones del presidente George W. Bush. La victoria de Barack Obama en la interna lo posicionó rumbo a un triunfo en los comicios de noviembre de 2008. La crisis económica coadyuvó a la victoria de Obama en las elecciones presidenciales, y desde el pasado 20 de enero Estados Unidos inicia su primer experiencia gobernado por un ciudadano que no es de raza blanca (del tipo conocido como "*W.A.S.P.*", o sea White, Anglo-Saxon and Protestant), sino un mulato, hijo de madre de raza blanca y padre de raza negra.

Este cambio no ocurre en cualquier momento. Se produce en circunstancias en la que han recrudecido agudos conflictos en Medio Oriente, y en un mundo donde no parece tan fácil para los Estados Unidos instrumentar un control "acotado" recurriendo a la simple amenaza de misiles de EE.UU. o de la OTAN. Además, todo el mundo se encuentra en una aguda implosión financiera en los países desarrollados cuyos primeros efectos devastadores sobre la economía real recién están en su primera etapa. Al menos en el corto plazo, el escenario que recibe la nueva administración y su equipo económico se resume en los siguientes puntos:

- a) La banca de inversión desregulada de los Estados Unidos llegó al borde de su desaparición. En los primeros meses de 2009, la expectativa predominante era que la administración Obama pudiera introducir reformas legales regular fuertemente al segmento de banca de

inversión. A la fecha de cierre de este documento (septiembre de 2009) nada de eso ha sido posible. Además, sin embargo, estimación confiable del monto de pérdidas probable, ni de los créditos irrecuperables. Al presente se dispone de datos de estados de resultados con base caja, pero todavía se carece de una valuación o investigación en serio que haya determinado el verdadero monto de activos y pasivos registrados bajo la "contabilidad creativa" de *"off-balance sheet accounts"*.

b) La agudización de la crisis forzó a la adopción de instrumentos de política extremos, como nacionalización de entidades bancarias (Inglaterra, Holanda, Bélgica, EEUU) y aseguradoras (EEUU), y aportes del Estado al capital de entidades privadas (EEUU, Alemania, Islandia).

c) El pánico de los inversores se observó en el mercado de capitales. A las caídas fuertes de las bolsas reanudadas en enero de este año, siguió una huida en los mercados de obligaciones privadas (con y sin derivados). La percepción de pánico fue tan grande que la huida a títulos de corto plazo del Tesoro de los Estados Unidos llevó la tasa interna de retorno de Letras del Tesoro de hasta 90 días prácticamente a cero, (*son los niveles más bajos desde 1954*), lo que torna inviable la "sintonía fina" monetaria mediante operaciones de mercado abierto con títulos de corto plazo.

d) La otra cara de la creciente aversión al riesgo es una generalizada preferencia por la liquidez. Al reducirse los gastos y el endeudamiento (*leverage*) de empresas y familias, se precipita una caída de la monetización, vía los multiplicadores de la base monetaria, que conduce a una baja persistente en la demanda agregada, en la actividad económica y en el empleo, con deflación de precios.

e) Algunos de los números más relevantes del legado de George W. Bush al entregar el poder son los siguientes

e.1. Cantidad de desocupados (2008): 8,924.000 personas (**el nivel más alto desde 1993**)

e.2. Tasa de desempleo desestacionalizada (enero 2009): 7,6% (*la más alta desde septiembre de 1992*).

- e.3. Empleados/ población mayor a 16 años (enero 2009): **60,5%** (la **menor** desde mayo de 1986)
- e.4. Variación mensual de empleos no agrícolas (enero 2009): - **598.000** puestos de trabajo.
- e.5. Uso de capacidad instalada en la industria (enero 2009): **71,9%** (la menor desde febrero de 1983)
- e.6. Var. mensual prod. industrial (enero 2009 vs. diciembre 2008): - 2,4% (no desestacionalizada)
- e.7. Var. interanual prod. industrial (enero 2009 vs. enero 2008): - 12,9% (no desestacionalizada)
- e.8. Var. mensual prod. automotriz (enero 2009): - **20,6%** (no desestacionalizada)
- e.9. Var. interanual prod. automotriz<sup>41</sup> (enero 2009 vs. enero 2008): - **41,2%**
- e.10. Var. interanual prod. autopartes (enero 2009 vs. enero 2008): - **23,4%**
- e.10. Var. mensual prod. materiales de construcción (enero 2009): - 3,4%
- e.11. Var. interanual prod. materiales de construcción (enero 2009 vs. enero 2008): - **16,7%**
- e.12. Tasa efectiva de Fondos Federales (20/01/2009): **0,2%** anualizado<sup>42</sup>
- e.14. TIR nominal Letras del Tesoro a 30 días (20/01/2009): **0,04%**
- e.15. TIR nominal Letras del Tesoro a 1 año (20/01/2009): 0,42%
- e.16. TIR nominal Bonos del Tesoro a 10 años (20/01/2009): 2,40%
- e.17. TIR obligaciones privadas Aaa (Moody's) (20/01/2009): 4,90%
- e.17. TIR obligaciones privadas Baa (Moody's) (20/01/2009): 7,95%
- e.19. Tasa de Certificados de Depósitos a 30 días (20/01/2009): **0,35%** (anualizado)
- e.20. Tasa de Depósitos de Eurodólares a 30 días (20/01/2009): 1,00% (anualizado)

Fuente: Bureau of Labor Services, Board of Governors of the Federal Reserve System

41 El nivel de producción de autos y camionetas de enero de 2009 ha sido el mas bajo registrado desde el inicio de la serie estadística (año 1967).

42 Es la tasa a 24 hrs. anualizada tomada como un promedio sobre las tasas de las operaciones de la mesa de la Reserva Federal de Nueva York con los principales *market makers*.

## 6. Obama presidente: de los festejos a los problemas.

### 6.a. El escenario inicial

En la presente década el sistema financiero acumuló una masa de utilidades casi equivalente al de la suma de las empresas de casi todo el resto de la economía de los Estados Unidos. Sin embargo, en menos de un año y medio esas ganancias se han esfumado. Esto exige, una abierta discusión de algunos temas que causarán escozor en la cultura del bajo (pero *no inexistente*) intervencionismo de los EEUU:

- a) cómo **prevenir y anticipar** la generación de burbujas financieras,
- b) cómo modificar, con instrumentos de política pública, la **cultura de endeudamiento ilimitado** que prevalece en la mente de los estadounidenses prácticamente desde el inicio de la "*Reaganomics*",
- c) cómo lograr que el sistema financiero dedique la mayor parte de sus recursos para el financiamiento de la actividad real, y no a la especulación cortoplacista de alto riesgo,
- d) cómo instrumentar un régimen de intervención estatal políticamente viable, para revertir la notable desigualdad distributiva en los EEUU. Un ejemplo citado recientemente por el ex ministro de Hacienda de Brasil, Rubens Ricupero es bien claro: en los años '70 un alto ejecutivo de empresa, ganaba en promedio un ingreso 40 veces superior al salario de un trabajador promedio de los EEUU. Hoy percibe un ingreso que supera en **367 veces** al salario de un trabajador promedio<sup>43</sup>.

### 6.b. Las primeras medidas.

La caída en el consumo y la suspensión de gastos de capital se refleja en una suba de la tasa de ahorro, y esto significa una fuerte contracción de bienes, con presión deflacionaria. Ciertamente, este escenario

43 Ver Ricupero (2009).

debe ser detenido cuanto antes. Si bien la Reserva Federal anunció el 3 de febrero que extenderá hasta el 30 de octubre cinco de sus programas temporarios destinados a asegurar suficiente liquidez y los acuerdos de "swap" con 13 bancos centrales, la solución para el mediano plazo viene por el lado de la política fiscal y de reformas regulatorias en el sistema financiero, creíbles y sostenibles en el tiempo.

Es claro que urge una reactivación sostenida de la demanda agregada de manera convincente e inequívoca, y esto requiere medidas que permitan al sector privado estimar con cierta certeza un sendero futuro de recuperación de la riqueza esperada. El núcleo del problema es la quiebra de la confianza mutua entre ahorristas e intermediarios financieros (fundamentalmente los bancos de inversión). Por lo tanto, en el corto plazo, lo que urge es la limpieza de los balances de las entidades financieras y la depuración del sistema con criterios claros, transparentes e inequívocos. A mayor demora en restaurar esa confianza, mayor será la acumulación de pérdidas y la persistencia de venta preventiva de activos. Los números muestran que **la destrucción de riqueza de apenas 15 bancos ya equivale a casi 4 veces el PBI de la República Argentina:**

**Cuadro 5: Valor de mercado de entidades financieras sobrevivientes (en US\$ millones).**

Entidad financiera	A fin del 2.º semestre de 2007 (inicio de la crisis de las hipotecas nupciales)	Al 30 de enero de 2009 (inicio de la gestión Obama)	Variación	Destructura de riqueza
	Miles de mill. de US\$	Miles de mill. de US\$	%	Miles de mill. de US\$
Royal Bank of Scotland (RBS)	1200	4,6	-96,2%	115,4
Citigroup	2550	190	-92,5%	236,0
Barclays	910	7,4	-91,9%	83,6
Deutsche Bank	760	10,3	-86,6%	65,7
Credit Agricole	670	170	-74,6%	50,0
Unicredit	930	260	-72,0%	67,0
BNP Paribas	1060	32,5	-69,9%	75,5
Union Bank of Switzerland (UBS)	1160	350	-69,8%	81,0
Societe Generale	800	260	-67,5%	54,0
Morgan Stanley	490	160	-67,3%	33,0
Goldman Sachs	1000	330	-67,0%	65,0
Credit Suisse	750	270	-64,0%	48,0
HSBC	2150	970	-54,9%	118,0
JP Morgan	1650	850	-48,5%	80,0
Santander	1160	640	-44,8%	52,0
Valor de mercado total	1.726,0	501,8	29,1%	1.224,2

Fuente: IIE, en base a datos de Bloomberg.

A diferencia de George Bush (h) la actual administración ha convocado a un Consejo Asesor para la Recuperación Económica, integrado por asesores independientes (e incluso opositores) para que aporten ideas y recomendaciones para revertir la crisis económica. Ese Consejo está presidido por el principal asesor económico de Obama, Austan Goldsbee, pero quien dirigirá el grupo será Paul Volcker, ex titular de la Fed durante el gobierno del Republicano Ronald Reagan. El grupo lo integran empresarios, académicos y sindicalistas, *no vinculados con el partido Demócrata*<sup>44</sup>.

44 Algunos de sus miembros: *Jeffrey Immelt*, titular de General Electric, *Monica Lozano*, editora del diario "La Opinión", de Los Angeles, *Charles Phillips*, presidente de Oracle, *Jim Owens*, titular de Caterpillar, *Martin Feldstein*, economista republicano, director del National Bureau of Economic Research, el instituto privado de investigaciones económicas más importante de EE.UU., la sindicalista *Anna Burger*, secretaria de la Unión Internacional de Empleados de Servicios, *Richard*

A una semana de haber asumido, Barack Obama logró trabajosamente que el Congreso apruebe un paquete de estímulo a la economía vía expansión fiscal (baja de impuestos y aumento del gasto público) por US\$ 789.000 millones y a ser implementado en 24 meses. Las diferencias que se mantienen respecto del programa original son, desafortunadamente, algo inflexibles: cada vez más legisladores Demócratas reclaman más aumentos del gasto público, y menos recorte de impuestos para sectores de altos ingresos; los Republicanos, en cambio, quieren menos incrementos de gasto público y bajas de impuestos más agresivas (sobre todo para sectores de altos ingresos). Al no haberse aprobado el programa original (que economistas como *Nouriel Roubini* y financistas como *George Soros* lo han calificado de *insuficiente*), los mercados bursátiles reaccionaron a la baja. Es natural: la mayor parte de los economistas profesionales tiene conciencia de que más demoras y dudas sobre si conviene o no una política expansiva y agresiva en una recesión tornan más persistente la destrucción de los activos netos, de modo que en materia económica, febrero **ha sido percibido como un mes casi perdido**. El temor predominante *ahora* (no así hasta diciembre pasado) es por una prolongada recesión, con riesgo de replicar el lamentable caso de **Japón en los '90'**<sup>45</sup>. Las medidas aprobadas han sido las siguientes:

## I. Rebajas de impuestos

### • Para las familias:

1. Reducción de impuestos al salario del 6,2% sobre ingresos mensuales para solteros con un ingreso anual entre US\$ 75.000 y US\$ 100.000, y sobre los primeros por US\$ 8.100 mensuales de parejas con ingreso conjunto entre US\$ 150.000 y US\$ 200.000. **La deducción sería por dos años, de hasta US\$ 400 para beneficiarios solteros y US\$ 1.000 para casados** (los Demócratas propugnaban una

*Trumka*, secretario general de la AFL-CIO, la mayor central sindical de los EEUU, *Roger Ferguson*, ex vicepresidente de la Reserva Federal y actual director del fondo de pensiones TIAA-CREF, y *William Donaldson*, ex presidente de la Securities Exchange Commission.

45 Ver Roubini (2008).



deducción de US\$500 para solteros y US\$ 1.000 para casados, pero por 1 año y medio). Esto significa entonces una inyección sobre la demanda inferior en US\$ 25.000 millones en relación al proyecto aprobado por la Cámara Baja. La crítica más fuerte es que la propuesta original implicaba un aumento promedio del ingreso disponible de US\$ 12 por semana por trabajador de clase media, mientras que lo **aprobado por el Senado reduce ese beneficio a sólo US\$ 7,70 semanales, y su impacto sobre el consumo agregado no sería muy importante.**

2. Incremento de deducciones fiscales máximas de US\$ 1.500 a US\$ 1.800 anuales por cada hijo que estudie en el ciclo universitario.

3. Exención del pago del Impuesto Mínimo Alternativo en 2009 (agregado por el Senado al proyecto de la Cámara Baja) (implica menor recaudación tributaria por unos US\$ 70.000 millones).<sup>46</sup>

4. Extensión de 2 a 3 años del periodo de gracia para que quienes compren con un préstamo hipotecario. Incluye a quienes estén cancelando su deuda, a condición de que no vendan su vivienda durante 2 años.

5. Crédito fiscal para quienes compran viviendas. El proyecto original preveía un crédito fiscal por US\$ 15.000 para quienes adquieran una vivienda por primera vez, en 2010. El Senado aprobó un crédito fiscal por US\$ 8.000 para compradores por primera vez, a partir de agosto de 2009.

6. Aumento de deducciones fiscales por ahorro de uso de energía, de 10% a 30%, y con una suba del techo anual por usuario de US\$ 500 a US\$ 1.500.

7. Incremento de deducciones fiscales para familias con 3 o más hijos

8. Deducción fiscal por gasto en compra de autos en el cómputo de impuesto a la renta a pagar. No se incluyen intereses por préstamos tomados para compra de autos.

<sup>46</sup> Estas tres medidas significan una baja de los ingresos tributarios por US\$ 168.000 millones en 2 años.

• *Para las empresas:*

1. Extensión de 2 a 5 años del plazo para distribuir deducciones por pérdidas en el cálculo de la base imponible para impuesto a la renta, excepto para las firmas que hayan recibido asistencia financiera del Tesoro. A diferencia del programa original, la propuesta del Senado limita dicho subsidio a las PYMEs.
2. Depreciación acelerada: se permitiría computar para el ejercicio 2009 hasta el 50% del valor de los bienes de capital adquiridos en este año.
3. Deducción por compra de activos corrientes por hasta US\$ 250.000, con un techo de US\$ 800.000 para los incorporados en el año 2009.
4. Extensión de créditos fiscales por uso de fuentes de energía renovable.
5. Deducciones impositivas para las empresas que contraten jóvenes entre 16 y 25 años, o veteranos de guerra desocupados.

**II. Principales partidas de aumento del gasto público**

1. US\$ 87.000 millones para extender la cobertura de salud para desocupados. (el programa original era por US\$ 40.000 millones)
2. US\$ 54.000 millones (el monto que había aprobado la Cámara Baja era de US\$ 79.000 millones) para un Fondo de Estabilización Fiscal para ayuda financiera para establecimientos educativos y 46 gobiernos de Estados con problemas financieros. Sobre ese total US\$15.000 millones podrían ser usados discrecionalmente por los gobernadores de los Estados para reparar o renovar establecimientos educativos.
3. US\$ 20.000 millones para reparaciones de establecimientos educativos, fondos para educación especial y becas y ayuda para sectores y escuelas de menores recursos.
4. US\$ 46.000 millones para la construcción de autopistas, puentes y obras viales (el programa original era por US\$ 30.000 millones).
5. US\$ 18.000 millones en becas para estudios universitarios.
6. US\$ 18.500 millones para programas de aumento de eficiencia en

el uso de la energía y subsidios para oferta de energía proveniente de recursos renovables.

7. US\$ 13.200 millones para investigación y desarrollo en ciencia y tecnología (el programa original era por US\$ 17.800 millones)

El proyecto aprobado por el Senado eliminó una partida del proyecto de la Cámara Baja para aumentar en US\$ 16.000 millones el gasto en construcción de escuelas nuevas. Sin embargo, incluiría una cláusula llamada **"Buy American"** para impedir la importación de acero extranjero y mineral de hierro para los proyectos de infraestructura contemplados en esta Ley. Esto contradice a un acuerdo firmado con la Unión Europea sobre contratación pública en el marco de la Organización Mundial de Comercio que garantiza el acceso de fabricantes foráneos a programas de inversión estatal en las mismas condiciones y términos que los productores estadounidenses. Además el gobierno canadiense no ha ocultado su malestar, y ahora espera que una vez aprobada la Ley, el Senado apruebe una enmienda que modifique esta cláusula proteccionista.

#### **6.c. El programa de rescate bancario**

El 10 de febrero pasado el Secretario del Tesoro, Timothy Geithner anunció una iniciativa de rescate integral llamado "Plan de Estabilización Financiera". El mismo consistiría en una serie de programas: uno de **US\$ 2 billones para el sector bancario**, y una amalgama de otros por una suma conjunta de **US\$ 2 billones**. Sin embargo, no hay indicios sobre cuáles son los bancos que están en quiebra irremediable. Respecto de lo que están en mal estado, qué se va a hacer con ellos, si se les inyectará más capital comprando activos basura, si se garantizarán esos activos o si serán escindidos en una unidad de negocios "buena" y otra "mala", o si se los nacionaliza. De ahí la recepción también negativa que han tenido los anuncios de Geithner. Las medidas anunciadas son las siguientes:

**a) Primer Programa:** Asistencia del Tesoro para la compra de warrants y acciones de bancos con activos por al menos **US\$ 100.000 millones**, que deberán transparentar y valorar sus activos irre recuperables o "tóxicos". Contempla límites a la distribución de dividendos recompra de acciones, y adquisiciones de entidades y recibirían una compensación que deberían depositarse en un Fondo de Estabilización Financiera. No se conoce ni el criterio de valuación de esos activos, ni los criterios precisos de elegibilidad para este programa. Tampoco son claras las opciones que les quedan a las entidades de insuficiente capitalización, o a aquellas que no reciben aportes voluntarios para su capitalización (como quedó en evidencia el Citi con el segundo paquete de rescate que debió pedir en diciembre pasado).

**b) Segundo programa:** Tiene dos componentes. El primero es un Fondo de Inversión Pública y Privada. El mismo es una facilidad de préstamos del Gobierno para proyectos de inversión privados. Contaría con un capital inicial de **US\$ 500.000 millones** que sería ampliado hasta el billón de dólares. Afronta el riesgo de ser poco atractivo en el corto plazo, si son mayoría los inversores con temores a hundir capital y exponerse a pérdidas potenciales millonarias. El segundo todavía no tiene un monto asignado, pero sería el destinado a financiar la inyección de capital a las entidades financieras. Si embargo, hasta el presente serían los inversores privados los que deberían separar los activos "buenos" de los activos "tóxicos". No es claro todavía el destino de los bonos en default en cartera de los bancos, ni los procedimientos a aplicar respecto de la cartera de préstamos irregular o incobrable. Cabe destacar que el sistema bancario padece de una insuficiencia de liquidez agregada en torno de los **US\$ 10 billones**, de los cuales **US\$ 6 billones** son activos contra deudores residentes en los Estados Unidos. El problema es que de continuar el ajuste hacia abajo, el programa luce claramente insuficiente.

c) **Tercer Programa:** es una expansión del *Federal Reserve Term Asset Backed Securities Loan Facility* (TALF) de US\$ 200.000 millones. Este nuevo programa utilizará **US\$110.000 millones** de los fondos de rescate del Tesoro, y se prevé que se amplíe **hasta el billón de dólares**. Este programa trataría de reactivar los préstamos para educación, autos y otros bienes de consumo durable. Su financiamiento e instrumentación no han sido tampoco debidamente aclarados por Geithner. De ahí la reacción negativa inicial que provocó en los mercados financieros.<sup>47</sup>

Bajo la administración Obama, la nueva conducción del Tesoro pareciera estar más a favor que la administración anterior de aliviar la situación financiera de las familias endeudadas, y también de establecer un límite a los embargos de viviendas y a los desalojos. Sobre fin de marzo se lanzaron Tesoro lanzó una serie de medidas para refinanciar deudas hipotecarias, y nuevas regulaciones relacionadas con la reducción de las cuotas mensuales a pagar por las hipotecas, y con el objetivo de desalentar los embargos y remates de viviendas. El monto "piso" esperado del costo fiscal de dicha medida es de unos US\$ 50.000 millones captados vía endeudamiento con el sistema bancario.

Adicionalmente, el Tesoro y la Fed han mantenido las compras a entidades financieras de sus tenencias de bonos garantizados por hipotecas de emisores privados, y de las agencias Fannie Mae y Freddie Mac por hasta US\$ 660.000 millones. La condición requerida es que preserven sus tasas activas para préstamos hipotecarios entre 4% a 4,5% anual. Ahora bien, mientras no se resuelva el problema de insolvencia de las familias no es claro que el fin de esta crisis esté realmente asegurado.

La impresión general es que estos anuncios no parecen resolver el problema de asistencia financiera todavía insuficiente a unos 12 millones de deudores hipotecarios insolventes. Tampoco ciertas iniciativas poco claras en tornos de constituir un "banco malo" estatal (análogo a las "unida-

47 El economista Nouriel Roubini estimó que de aquí hasta el año próximo los préstamos en estado irregular ascenderán al 15-20% de la cartera total de créditos, esto es **5 veces superior** al nivel actual (en torno del 5%). Igual, aun ante tal perspectiva se ha manifestado relativamente a favor de los anuncios de Geithner (ver Richardson y Roubini (2009)).

des residuales" de los bancos provinciales argentinos privatizados en la década pasada) que asuma el costo fiscal de los préstamos incobrables. La crítica a dicha iniciativa ha sido casi unánime en el sentido de que nadie garantiza que eso es suficiente para que haya inversores dispuestos a asumir el riesgo de inyectar voluntariamente capital en una unidad "saneada". Lo que se requieren son reformas que modifiquen sustancialmente y de manera **precisa** las reglas de juego para el futuro.

Algunos legisladores demócratas han propuesto hasta la autorización a las autoridades judiciales a alterar los términos de los contratos de crédito, de modo que se le reduzca el capital y las cuotas a pagar a los deudores. Sin embargo, esto no es tan fácil de instrumentar, porque también los bancos hasta se atreverán a reclamar parte de los ingresos de esa familia a la fecha en que venda su vivienda.

#### 6.d. El escenario actual

A principios de marzo de este año, el Gobierno de Obama comenzó a negociar en el Congreso un nuevo acuerdo para inyectar fondos a la aseguradora AIG, y evitar su quiebra. La aseguradora recibió US\$ 150.000 millones del Tesoro, que posee el 80% de la empresa, y el Gobierno inyectó US\$ 30.000 millones a través de un Fondo de Ayuda. Las pérdidas que AIG informó para el último trimestre de 2008 han sido superiores a los US\$ 100.000 millones. El Citibank a su vez, debió proceder a la conversión de acciones preferidas de hasta US\$ 27.500 millones en acciones ordinarias para facilitar al Gobierno la inyección de capital fresco y convertirse en el principal accionista de la entidad (36% del paquete accionario). Previamente, el año pasado el Citi recibió dos rescates del gobierno de EE.UU., con inyecciones de fondos por US\$ 45.000 millones en total, por las cuales procedió también a adquirir hasta el 7,8% del paquete accionario del Citi. Por otro lado, el rubro automotriz experimenta su peor momento y General Motors ha confirmado que el año pasado cerró con pérdidas por US\$ 30.900 millones.<sup>48</sup>

48 El costo fiscal de todas las medidas sigue siendo incierto. Las estimaciones de Congressional Budget Office (2009) llevan a un cierre del año fiscal en septiembre próximo con un déficit superior a US\$ 1,7 billón (11,1% del PBI de EE.UU.) y en el ejercicio siguiente sería de US\$ 1,1 billón

A su vez, el 3 de marzo la Reserva Federal anunció la instrumentación del plan de la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) anunciado a fines de noviembre pasado que consiste en la emisión de dinero para prestar a inversores, que deben ofrecer como colateral títulos (con calificación de riesgo AAA) garantizados por cartas de crédito, préstamos para autos y otros bienes durables de consumo, préstamos para estudiantes, cupones de tarjetas de crédito y préstamos a PYMEs garantizados por la *Small Business Administration* (SBA). La idea es inyectar por liquidez para reactivar el mercado de crédito y el mercado de estos *Asset-Backed Securities*. Según la Reserva Federal, ya desde octubre pasado se ha paralizado la emisión de nuevas series de estos papeles, y esto dificultará la recuperación del crédito a consumidores y a PYMEs. El monto inicial de US\$ 200.000 millones puede ampliarse hasta el billón de dólares. Ciertamente el gobierno de Obama deberá pensar en más medidas expansivas, pero también en poner una línea divisoria que deje bien en claro qué tipo de entidades se dejarán libradas a su suerte, y cuáles recibirán ayuda estatal, o si se apelará a la estrategia británica de nacionalización transitoria de entidades financieras.

En la segunda quincena de marzo pasado se han observado repercusiones positivas en los mercados de capitales luego de que la Reserva Federal anunciara el 17 de marzo de 2009 la emisión de **US\$ 1,15 billón** para financiar la compra de activos tóxicos y rescatar al sistema bancario. A esto siguió la confirmación del Tesoro hacia el 20 de marzo de la aplicación de una suma adicional **entre US\$ 500.000 millones y US\$ 1 billón** a la compra de activos "tóxicos" de entidades financieras. Esto se viabilizaría a través de dos mecanismos. En el caso de las Carteras de préstamos, sería vía compra por parte del Tesoro, asociado al aporte de capitales privados. A su vez, para los títulos de hipotecas securitizadas, los inversores gozarían de financiamiento subsidiado con fondos provenientes del programa TALF. En este caso la instrumentación estaría a cargo de nuevos fondos de inversión constituidos con aportes de capital inicial de fuentes privadas y estatales. Al cabo de seis

(7,9% del PBI de los EE.UU.), los dos mayores déficit en términos de PBI desde el año 1945. Sin embargo, de mantenerse los supuestos del pedido preliminar del presidente Obama de ampliación presupuestaria, el déficit de ambos años aumentaría 13,1% y 9,6% del PBI, respectivamente.



meses, los resultados positivos en materia de recuperación de la liquidez y de la estabilidad del sistema financiero han sido realmente exitosos.

Si bien la demanda general, y no sólo de los opositores Republicanos, es que la administración Obama demuestre contar con un diagnóstico claro de la naturaleza y complejidad de esta crisis. Su éxito o fracaso, condicionará el futuro de mediano-largo plazo para toda la economía mundial, pero también la viabilidad de una política exterior con aspiraciones de recuperar al menos en parte el liderazgo perdido en esta década. Una cantidad nada despreciable de países está expectante ante las primeras definiciones del nuevo presidente estadounidense. Pocas veces asumió un presidente de los Estados Unidos en un escenario mundial con tantas naciones pendientes de sus primeras decisiones:

- **Afganistán:** el recrudecimiento de la violencia en ese país torna inevitable un fuerte aumento del envío de tropas estadounidenses a ese país. Obama no parece proclive a retirar tropas de ese país.
- **Bolivia:** Obama felicitó a Evo Morales por su triunfo en el plebiscito constitucional del pasado 25 de enero. Igual, la relación bilateral quedó malos términos después de que Bush Jr. retiró las preferencias comerciales a Bolivia en septiembre pasado luego de que Morales expulsara en septiembre al embajador de los EE.UU., Phillip Goldberg acusado de conspirar contra el gobierno boliviano junto a prefectos opositores a Evo Morales.
- **Brasil:** el diálogo con Lula parece confirmar el retorno a la relación bilateral durante los años de Clinton, para quien Brasil ha sido el principal aliado estratégico de la región. El gobierno de Brasilia, a su vez, espera definiciones sobre cuestiones financieras, los subsidios de EE.UU. a la producción de alcohol, y el apoyo de Washington para obtener una silla permanente en el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas.
- **Corea del Norte:** ya no integra la "lista negra" de países que protegen y fomentan el terrorismo. El régimen de Pyongyang está a la expectativa del levantamiento de las sanciones comerciales aplicadas por George Bush Jr.

• **Cuba:** Raúl Castro está a la espera del levantamiento del bloqueo comercial por parte de Washington. En principio Obama estaría a favor de la eliminación de restricciones a viajes entre Cuba y EE.UU., y a una normalización de la relación bilateral. Su primer acto de gobierno ha sido la decisión de cerrar la prisión de Guantánamo, pero no es claro que EE.UU. renuncie a mantener el control de esa zona en territorio cubano. La posición de la administración Obama no es del todo clara si bien no han sido mal recibidos los cambios en el gabinete del gobierno cubano.

• **China:** Obama se ha manifestado en la campaña electoral en contra de las acciones militares del régimen de Beijing en Tibet y en Sudán. Su secretario del Tesoro Geithner también había tenido manifestaciones anti China poco afortunadas. No es claro cuánto margen tendrá para presionar a Beijing, habida cuenta que este país es el principal acreedor de los Estados Unidos, y el único con real influencia sobre el régimen de Corea del Norte. De hecho, la titular del Departamento de Estado, Hillary Clinton visitó a las autoridades de Beijing sin novedades ni expresión alguna sobre las cuestiones vinculadas a los derechos humanos y a las libertades civiles en la República Popular China.

• **Egipto:** juega un rol central en las negociaciones entre Israel y Hamas. Aparece inevitable para EE.UU. negociar con este país como condición previa para el ingreso de tropas internacionales a la franja de Gaza, pero Israel acusa a Egipto de permitir el contrabando de armas a la franja de Gaza.

• **Georgia:** contó con apoyo militar de Washington para tratar de recuperar territorios, pero fueron aplastados por las fuerzas militares de Rusia. Es incierto si el presidente pro-estadounidense Mikhail Saakashvili recibirá apoyo de los EE.UU., ni tampoco que Georgia se incorpore a la OTAN.

• **India:** está a la espera de Obama para recibir ayuda para el combate al terrorismo islámico y fortalecer el "blindaje militar" frente a Pakistán.

• **Irak:** Inicialmente, Obama anunció que en 16 meses retirará las

tropas estadounidenses del país. Sin embargo el 27 de febrero pasado confirmó que de los 145.000 efectivos en ese país, a partir de agosto de 2010 quedarán sólo 50.000 soldados, cesando las operaciones militares en Irak. Hasta fin de febrero las fuerzas de EE.UU. han sufrido casi 4.300 bajas en ese país.

- **Irán:** se observa un acercamiento al gobierno de Mahmoud Ahmadinejad para lograr una distensión razonable, sobre todo en relación con el programa nuclear de Teherán. Sin embargo ello dependerá de qué decida Obama en relación con las operaciones secretas en ese país y en el resto de la región.

- **Israel:** si bien Bush (h.) ha sido, sin dudas el presidente más pro-Israel de los últimos 30 años, ni Obama ni Hillary Clinton han culpado a Hamas (como hizo Bush (h.)) por el actual enfrentamiento armado en Gaza. El futuro de la relación bilateral, hoy por hoy, no parece sufrir debilitamiento, pero ante los procesos políticos internos de Israel, el futuro de mediano plazo luce altamente incierto.

- **México:** espera mayor cooperación de EE.UU. en la lucha contra el narcotráfico y la violencia registrada en ese país, vinculado a un negocio cuya clientela principal está en los EE.UU.

- **Pakistán:** el nuevo gobierno de EE.UU. considera a este país como un santuario del terrorismo islámico, principalmente para los militantes del Talibán. El gobierno de Islamabad espera una actitud bastante menos complaciente que la exhibida por Bush Jr.

- **Polonia y República Checa:** ambos países habían logrado que el gobierno de Bush (h.) apruebe la instalación de un escudo misilístico frente a la amenaza rusa, generando la máxima irritación de Moscú de los últimos 25 años. No es claro todavía qué decisión tomará Obama al respecto.

- **Rusia:** siguen tensas las relaciones con EE.UU. luego de la invasión a Georgia, y la polémica por los escudos antimisiles de los EE.UU. en Europa. No es del todo claro si el futuro de la relación con Washington será conducirá o no a una reedición de la Guerra Fría de los años '60, '70 y '80.

- **Somalia:** en estado de casi anarquía, acosado por grupos funda-

mentalistas con poderío de fuego hasta para atacar a grandes buques. No es clara la actitud de Washington en relación con este país.

- **Sudán:** Obama está en contra del genocidio de Darfur. No se puede descartar el envío de tropas a Sudán.

- **Ucrania:** el gobierno está a la espera de definiciones sobre si Obama va a mantener el compromiso de incorporar a Ucrania a la OTAN, frente a las fortísimas presiones y amenazas de Rusia.

- **Unión Europea:** no es claro todavía qué grado de coordinación exhibirá Washington respecto de Bruselas y a Londres para enfrentar la crisis económica actual.

- **Venezuela:** Hugo Chávez pareciera tener una actitud de no enfrentamiento con Obama. A pesar de haber dialogado con Chávez vía telefónica, no hay señales claras sobre el futuro de la relación bilateral.

- **Zimbabwe:** EE.UU. sancionó comercialmente al régimen de Robert Mugabe. Si bien el país se con una epidemia de cólera que ya mató a más de 4.000 personas, no es claro si Obama aplicará acciones más duras contra el régimen autoritario de ese país. La hiperinflación de ese país ya es imposible de calcular. El gobierno local ha emitido en enero de este año un billete de 100 billones de dólares de Zimbabwe, y en febrero pasado instrumentó una reforma monetaria sustituyendo los billetes y precios anteriores por una nueva unidad monetaria, con *12 ceros menos*.

Las decisiones a adoptar no estarán totalmente desligadas de cómo se resuelva la crisis financiera internacional. Si bien los líderes del grupo de naciones líderes del mundo (el llamado "G-20") todavía hablan de la necesidad de un nuevo "Bretton Woods", no pareciera que tengan claro sobre qué aspectos *precisos* se plasmarán acuerdos efectivos de largo alcance. Como lo ha destacado recientemente Harold James, historiador de la Universidad de Princeton, "depende de una clara comprensión de *qué* podría aportar un nuevo acuerdo... John Maynard Keynes creía que la verdadera lección del fracaso en los años de la Depresión de los '30 fue la *larga* y caótica Conferencia Económica Mundial de Londres de 1933"<sup>49</sup>.

49 Ver James, Harold (2008).

## 7. Algunas reflexiones finales: más preguntas que respuestas

Un nuevo arreglo financiero internacional supone por cierto una profunda reforma financiera a nivel de cada país. No es ya viable ninguna reforma a menos que desincentive el fraude contable, los controles estatales laxos o proclives a sobornos, las regulaciones sin fundamento económico alguno, el uso de modelos de supuesto control de riesgo cuyos atributos y debilidades no parecen ser totalmente conocidos ni por los reguladores ni por los usuarios de los mismos. El economista Nouriel Roubini de New York University, por ejemplo, ha sido tajante: "el modelo anglosajón de regulación prudencial de bancos ha fracasado"<sup>50</sup>. Los hechos parecen darle la razón, y tornaría necesario rever los criterios de Basilea I y Basilea II. También los perversos mecanismos legales que en algunos casos como los Estados Unidos permiten pagos de exagerados "bonus" (premios salariales) a ejecutivos en gran medida responsables de esta crisis y que pareciera que se pueden retirar de los bancos sin responder ni ante los accionistas ni ante las autoridades. Una reforma en serio debe desalentar el llamado "riesgo moral" y la explotación por parte de los gerentes de las entidades de las asimetrías de información contable en beneficio propio y en contra de los intereses de los accionistas y acreedores de las entidades<sup>51</sup>.

Ciertamente, los equipos de Obama tendrán que mostrar ejecutividad, ingenio y cuidado para reactivar la economía, pero también para hacer cumplir la ley con todo su rigor respecto de comportamientos delictivos. Las reacciones negativas por las estafas de Bernard Madoff y el otorgamiento de millonarios "bonus" de bancos y aseguradoras insolventes a ejecutivos ineficientes, cuando no deshonestos, tornan eviden-

50 Entrevista concedida al "Financial Times" (9 de febrero de 2009).

51 En este sentido, cuesta entender que las críticas que desde hace casi cuatro años atrás han formulado figuras de la propia industria financiera como George Soros y Nassim Nicholas Taleb han sido en gran medida ignoradas, cuando no desdichadas. Sobre este punto, Soros (2004) ha sido, sin dudas, premonitorio. Repetidamente se ha manifestado a favor de la regulación de las transacciones con derivados, y fuertemente crítico hacia las calificadoras de riesgo, mientras que Taleb focaliza sus críticas sobre los modelos de "control" de riesgo utilizados por intermediarios bancarios y no bancarios. Tardíamente, en enero pasado, George Soros ha sido consultado por autoridades del gobierno británico.

te la necesidad de instrumentar profundas reformas legales para reordenar el sistema financiero y reconstruir la confianza en los intermediarios bancarios y no bancarios<sup>52</sup>.

Además de estas consideraciones, igualmente persiste una cantidad de interrogantes, sobre los cuales es imperioso que se tomen decisiones acertadas y *creíbles*, caso contrario cualquiera sea la "nueva arquitectura financiera internacional" que se quiera diseñar se correrá el riesgo de una repetición de crisis como esta:

- a) ¿Hay un criterio de consenso para poner un "piso" *lo menos incierto posible* a la inevitable caída de deudores y acreedores frente a un desastre financiero como el de los Estados Unidos? El reciente programa fiscal aprobado con dificultades en el Congreso de los Estados Unidos luce insuficiente, en gran medida porque *es todavía imprecisa* la magnitud del total de quebrantos que podrá rescatar el Gobierno, y si el Congreso tolerará que la totalidad de los costos los asuma el Estado echando mano del dinero de **todos** los contribuyentes cualquiera sea su ingreso o patrimonio neto.
- b) Si se va a regular a los bancos de inversión ¿qué se hará con los hedge funds y demás intermediarios no bancarios?, ¿se van a seguir *o no* las recomendaciones del Comité de Basilea?
- c) Después del colapso bancario y macroeconómico de Islandia, ¿es *viable* un mundo con sistemas bancarios "offshore"?
- d) Es sostenible y confiable un sistema financiero y una "nueva arquitectura financiera internacional" con tradicionales "paraísos" para el lavado de dinero proveniente de la evasión tributaria y de actividades criminales y terroristas, como Suiza, Uruguay, Panamá, Macau, Luxemburgo, la isla de Man, Liechtenstein, o posesiones de países **de la propia Unión Europea**?

52 Bien cabe preguntarse si la filosofía de las autoridades de aquí en adelante desalentará o no lo que se ha dado en llamar la "doctrina Greenspan" consistente en que los bancos centrales no intervengan durante el desarrollo de "fiestas financieras" financiadas con endeudamiento casi irrestricto. En otras palabras: pareciera ser deseable el debate público sobre si se continuará con prácticas según esta versión empírica de la llamada "autorregulación de los mercados", o si se alentará el dictado de normas preventivas para evitar la aparición de estos fenómenos conocidos en teoría macroeconómica como "juegos de Ponzi".

e) ¿Puede crearse un nuevo sistema regulatorio internacional siguiendo el incoherente régimen de los Estados Unidos que en los últimos 10 años ha permitido la fusión irrestricta de bancos comerciales regulados, focalizados en el mercado local, con bancos de inversión apenas regulados, y *hedge funds totalmente desregulados*, que controlan los movimientos de capitales internacionales?

f) ¿Quién regulará la operatoria de fondos soberanos de países árabes y de la propia República Popular China? ¿Son *factibles* de ser regulados? ¿*Por quién*? ¿Con qué "*enforcement*"? Si no es factible, ¿cómo regular la operatoria con derivados como ha sugerido varias veces George Soros? ¿Podría instrumentarse un impuesto a los movimientos de capitales como proponía desde los '80 el ya fallecido premio Nobel de Economía, James Tobin?

g) Aun si hubiera acuerdo sobre *todo* lo anterior, ¿Cómo *evitar* en un mundo con alta volatilidad cambiaria, la reaparición de devaluaciones competitivas, o del bilateralismo de 70 años atrás, o de guerras comerciales vía barreras arancelarias y paraarancelarias?

h) ¿Es viable un acuerdo *mínimo* sobre regulación a movimientos de capitales, luego de cuatro décadas de globalización financiera realizada por el sector privado? ¿Cómo ignorar que el principal deudor externo del mundo es el Gobierno de un país capitalista, los Estados Unidos, y que su principal acreedor es el sistema financiero de la **República Popular China** donde las instituciones jurídicas del capitalismo son *apenas nacientes*?

i) Otras dimensiones, fiscales y monetarias, también son inevitables de abordar en una ronda de negociaciones que pueda ser tomada *en serio*: ¿Es *factible* que bancos en un país puedan ser capitalizados sistemáticamente por fiscos de otro, o por aportantes privados de otro? ¿Cómo instrumentar un *mecanismo* que minimice los costos inevitables por el conflicto de intereses que es inevitable cuando se recapitalizan o rescatan entidades, o cuando se instrumentan intervenciones en los mercados cambiarios? ¿*Hace falta* una agencia internacional para ello? ¿*Puede*, en caso afirmativo, ser esa la nueva función para alguno de los devaluados organismos multilaterales



existentes? Y de ser así ¿podrían estos problemas resolverse con criterio genuinamente profesional, lo más neutralizado posible de tironeos políticos internos e internacionales? ¿Cómo instrumentarlo, por ejemplo, en Europa, donde el Banco Central Europeo **no es** el prestamista de última instancia de la Unión Europea, dado que cada banco central de cada país es libre de elegir entre coordinar o no políticas con los demás bancos centrales de la Unión?

El mundo espera de Barack Obama y de su equipo de gobierno, ideas, propuestas, decisión y acción. Obviamente, también de los demás miembros del G-20, pero el núcleo del problema está en los Estados Unidos. Los números de progresivo empeoramiento de la situación de prácticamente toda la economía mundial le indica que a pesar de los logros legislativos en su primer mes de gestión tiene que acelerar la marcha, y no tiene tiempo para perder.

Si no quiere empujar a Estados Unidos y a casi todo el resto del mundo a un desastre, a una verdadera Gran Depresión, o a una recesión permanente "a la japonesa" debe ir a la próxima cumbre del G-20 con un "libreto" coherente y con ideas concretas para negociar sobre estos temas. La situación actual no admite dilaciones, y es de una complejidad y gravedad tal que va mucho más allá de los "debates" frívolos sobre nacionalizar o no entidades financieras. La nueva etapa está en sus comienzos, y al presente, si algo falta son señales claras y decisiones concretas. Cuanto más tiempo se pierda en reuniones inconducentes, sin poner fin a la presente incertidumbre sobre los sistemas bancarios hoy en quiebra, o al borde de la quiebra, peor será para todos. Las lecciones de la historia así lo demuestran

## Referencias

- [1] ACKERMAN, ANDREW (2008): "ARS Still Weighing Down Issuers". *The Bond Buyer. The Daily Newspaper of Public Finance*. <http://www.bondbuyer.com/article.html?id=20081017YEFBEFW9>-Washington D.C., 20 de octubre de 2008.

- [2] ALLEN, FRANKLIN Y DOUGLAS GALE (1995): *Financial Innovation and Risk Sharing*. The MIT Press.
- [3] ALLEN, FRANKLIN, MICHAEL K.F. CHUI, Y ANGELA MADDALONI (2004): "Financial Systems in Europe, the USA, and Asia". *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4), 490-508.
- [3] ASHCRAFT, ADAM B., Y TIL SCHUERMANN (2008): "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit" *Staff Report No. 318*. Federal Reserve Bank of New York. New York.
- [4] CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2009): "A Preliminary Analysis of the President's Budget and an Update of CBO's Budget and Economic Outlook". *Pub. No. 3196*. The Congress of the United States. Acceso en Internet en: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10014/03-20-PresidentBudget.pdf>.
- [5] DEWATRIPONT, MATHIAS, Y JEAN TIROLE (1993): *The Prudential Regulation of Banks*. The MIT Press. Cambridge, MA.
- [6] FITCH RATINGS (2007): "Fitch: Underwriting and Fraud. Significant Drivers of Subprime Defaults; New Originator Reviews", *Business Wire*, November 28 2007. Acceso en internet, en <http://www.allbusiness.com/banking-finance/banking-lending-credit-services/5327990-1.html>.
- [7] FRANKEL, JEFFREY Y PETER ORSZAG (2002): *American Economic Policy in The 1990s*. MIT Press. Cambridge MA.
- [8] GORTON, GARY (2008): "The Subprime Panic". *Yale ICF Working Paper No. 08-25*. Septiembre de 2008. Yale International Center for Finance. Yale University.
- [8] JAMES, HAROLD (2008): "A New Bretton Woods?". *Buenos Aires Herald*. 9 de noviembre de 2008, pág. 5.
- [9] JOSKOW, PAUL L. Y ROGER G. NOLL (1994): "Deregulation and Regulatory Reform During The 1980s", en *American Economic Policy in the 1980s*, (ed. by Martin Feldstein), NBER. University of Chicago Press, pp. 367-440.
- [10] MARR, WAYNE, Y JOHN TRIMBLE (1992): "The Persistent Borrowing Advantage of Eurodollar Bonds", en *The Revolution in Corporate Finance, 2<sup>nd</sup>*. Ed. (ed by Joel M. Stern y Donald H. Chew Jr.). Blackwell, pp. 289-293.

- [11] RICHARDSON, MATTHEW, Y NOURIEL ROUBINI (2009): "There's Virtue in Geithner's Vague Plan. At Least He Doesn't Want to Guarantee More Bad Debt". *The Wall Street Journal*, 18/02/2009. Acceso en Internet: <http://online.wsj.com/article/SB123491676536704371.html>.
- [12] RICUPERO, RUBENS (2009): "Prova dos Nove". *Folha de São Paulo. Suplemento Dinheiro*. 18/01/2009.
- [13] RUBINI, HÉCTOR (2008): "EEUU y Algo Más que la Trampa de Liquidez". *El Economista*, Buenos Aires 10/10/08. Pág. 18.
- [14] SMITHSON, CHARLES, Y DONALD CHEW (1992): "The Uses of Hybrid Debt in Managing Corporate Risk", en *The Revolution in Corporate Finance*, 2<sup>nd</sup>. Ed. (ed by Joel M. Stern y Donald H. Chew Jr.), Blackwell, pp. 294-306.
- [15] SOROS, GEORGE (2004): *La Burbuja de la Supremacía Norteamericana. Cómo Corregir el Abuso de Poder de Estados Unidos*. Editorial Sudamericana, Buenos Aires.
- [16] TEMPALSKI, JERRY (2006): "Revenue Effects of Major Tax Bills". *OTA Working Paper 81*, Department of The Treasury Department. Office of Tax Analysis. Washington D.C.
- [17] WEAVER, KAREN (2008): "The Sub-Prime Mortgage Crisis: A Synopsis", en *Global Securitisation and Structured Finance* (ed. por Deutsche Bank). Cap. 4.
- [18] WHITE, LAWRENCE J. (1992): "The United States Savings and Loan Debacle: Some Lessons for the Regulation of Financial Institutions", en *Financial Regulation. Changing The Rules of The Game* (ed. por Dimitri Vittas). EDI Development Studies. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. Washington D.C., pp. 263-282.